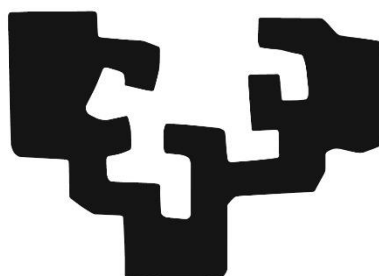


eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

Presente y futuro de la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas

Tesis doctoral presentada por:
María Teresa Amezaga Alonso

Dirigida por el doctor:
Ernesto Cilleruelo Carrasco

2019

Dentro de veinte años te arrepentirás más de las cosas que no hiciste que de las que hiciste.

Así que, suelta amarras, zarpa de los puertos conocidos, atrapa el viento con tus velas.

Explora. Sueña. Descubre.

H. Jackson Brown Jr., "*P.D. Te amo*"

Índice

1	Antecedentes: la década que cambió el gobierno corporativo	1
1.1	Introducción	1
1.2	Período 2000 – 2005: los escándalos financieros	1
1.2.1	Estados Unidos / Canadá	2
1.2.2	Europa	19
1.2.3	Asia / Pacífico	26
1.2.4	Consecuencia: necesidad de transparencia.....	29
1.3	Período 2006 – 2010: la crisis financiera global	31
1.3.1	Crisis de las hipotecas subprime.....	31
1.3.2	Lehman Brothers	32
1.3.3	Consecuencia: necesidad de gestionar los riesgos adecuadamente	34
2	Transparencia y divulgación de información	39
2.1	Introducción	39
2.2	Los hechos que han impulsado la transparencia corporativa	41
2.3	La divulgación de información bajo el marco regulatorio español.....	43
2.3.1	Cuentas anuales.....	44
2.3.2	Gobierno corporativo	51
2.3.3	Responsabilidad Social Empresarial.....	56
2.3.4	Información al mercado.....	59
2.3.5	Página web.....	60
2.4	Informe integrado.....	61
2.5	Divulgación voluntaria de información	64
2.5.1	Condicionantes para las empresas y sus propietarios	64

Índice

2.5.2	Condicionantes para los directivos.....	68
2.5.3	Efectos positivos de la divulgación voluntaria de información	70
2.5.4	Análisis coste - beneficio.....	71
3	Gestión de riesgos.....	73
3.1	Introducción	73
3.2	La gestión de riesgos corporativos (Enterprise Risk Management)	73
3.3	Identificación y clasificación de riesgos	78
3.3.1	Riesgos estratégicos.....	79
3.3.2	Riesgos operacionales.....	81
3.3.3	Riesgos financieros.....	82
3.3.4	Riesgos de cumplimiento	83
3.4	Modelos de Gestión de Riesgos.....	85
3.4.1	Organismos Normalizadores.....	85
3.4.2	Asociaciones Profesionales	90
4	Regulaciones nacionales e internacionales sobre la divulgación de información sobre riesgos.....	97
4.1	La divulgación de riesgos bajo el marco regulatorio español.....	97
4.1.1	Obligación de informar sobre riesgos y sistemas de gestión de riesgos.....	97
4.1.2	Responsabilidad de la gestión de riesgos	105
4.2	La divulgación de riesgos bajo otros marcos regulatorios	108
4.2.1	Reino Unido.....	108
4.2.2	Estados Unidos.....	110
4.2.3	Australia.....	112
4.3	Los riesgos en el informe integrado.....	113
5	Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos.....	115

Índice

5.1	Introducción	115
5.2	Características de la información publicada en los informes anuales	116
5.2.1	Metodología de los trabajos	116
5.2.2	Trabajos más relevantes y sus principales características metodológicas	117
5.2.3	Conclusiones	119
5.3	Principales carencias de los informes anuales en materia de riesgos	159
5.4	Opinión de los usuarios: analistas financieros e inversores institucionales.....	160
5.5	Opinión de las empresas emisoras de información	163
5.6	Recomendaciones para una divulgación de información sobre riesgos eficaz	167
5.7	Cuestiones por resolver en materia de divulgación de información sobre riesgos	171
6	Objetivos de la investigación	175
7	Metodología y resultados de la investigación.....	177
7.1	Introducción	177
7.2	Selección del enfoque metodológico	177
7.2.1	Metodología cualitativa	177
7.2.2	Método Delphi.....	181
7.3	Ejecución del trabajo de campo	182
7.3.1	Preparación	182
7.3.2	Desarrollo de las rondas primera, segunda y tercera	194
8	Conclusiones de la investigación	203
9	Futuras líneas de investigación	213
	Bibliografía	215
	Anexo I: Expertos del ámbito académico invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi.....	245

Índice

Anexo II: Listado de empresas cotizadas para la identificación de Directores de Auditoría Interna.....	251
Anexo III: Relación de Directores de Auditoría Interna de empresas cotizadas españolas	255
Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros.....	259
Anexo V: Analistas financieros invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi .	265
Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda	269
Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda.....	289
Anexo VIII: Cuestionario de la tercera ronda	305
Anexo IX: Carta de presentación de la primera ronda	311
Anexo X: Cartas de anuncio y lanzamiento de la segunda ronda	313
Anexo XI: Carta de lanzamiento de la tercera ronda	317
Anexo XII: Resultados de la primera ronda	319
Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda.....	335
Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda.....	351

1 Antecedentes: la década que cambió el gobierno corporativo

1.1 Introducción

No resultaría posible abordar esta tesis doctoral sin intentar comprender antes el contexto que ha determinado los cambios en materia de transparencia y de gestión de riesgos que han tenido lugar en los últimos años. Si bien es cierto que durante toda la historia el mercado de capitales no ha estado exento de sobresaltos, ahí tenemos el caso de la burbuja de los tulipanes en el siglo XVII o el de la Compañía de los Mares del Sur del siglo XVIII, o que desde los años setenta las sucesivas crisis económicas que han sacudido la economía mundial no han dado respiro a los inversores de todo el mundo, es en la primera década del siglo XXI cuando se produjo una acumulación de anomalías en los mercados que impulsó la exigencia de más información sobre las empresa cotizadas, y que generó cambios profundos en la regulación de las mismas.

El pinchazo de la burbuja de las puntocom, el caso de Enron y de otras empresas que han pasado a la historia por la escandalosa manipulación de sus estados financieros, ocultación de información y abusos de los equipos gestores, marcó un antes y un después en la demanda de los accionistas e inversores de mayor transparencia. Lo mismo cabe decir de la crisis de las hipotecas subprime y de la posterior crisis financiera global en cuanto a la gestión de riesgos. Desde entonces, y con el propósito de devolver la confianza a los inversores y de proporcionar mayor protección a los accionistas, todas las legislaciones han añadido nuevos requerimientos a las empresas cotizadas.

El presente capítulo describe los hechos que provocaron los cambios en el gobierno corporativo de las empresas de todo el mundo, y las reacciones de los Estados, organismos regulatorios, asociaciones profesionales y grupos de interés ante dichos hechos.

1.2 Período 2000 – 2005: los escándalos financieros

Este período, marcado por el caso Enron, se caracterizó por la salida a la luz de numerosas irregularidades cometidas por empresas cotizadas de todo el mundo. Existe una prolija literatura sobre un gran número de casos, pero dado que el objeto de este trabajo no es hacer un análisis exhaustivo de todos ellos, sino comprender los hechos que marcaron la época, analizaremos con cierto detalle los más notorios, y haremos un breve resumen de algunos otros.

1.2.1 Estados Unidos / Canadá

1.2.1.1 Adelphia Communications

Adelphia era el sexto proveedor de televisión por cable de los Estados Unidos, tenía clientes en 33 estados, y proporcionaba también servicios de acceso a Internet, telefonía, seguridad y mensajería. El 25 de junio de 2002, tras la llegada de un nuevo equipo gestor en el mes de mayo, presentó declaración de quiebra acogiéndose a la protección que ofrece la legislación americana.

El 24 de julio de 2002, la Securities and Exchange Commission (SEC) presentó cargos contra Adelphia, su fundador y su familia, acusándoles de: 1) ocultar, entre 1999 y 2001, 2.300 millones de dólares de deuda en entidades afiliadas no consolidadas en el balance; 2) difundir indicadores clave falsos, entre ellos el número de clientes de cable y los resultados económicos de la compañía; y 3) cometer abusos al utilizar fondos de la empresa para comprar acciones a título personal, devolver préstamos personales, y realizar otras compras suntuarias.

El valor de la acción de Adelphia cayó de \$20,39 en marzo de 2002 a \$0,79 en junio, cuando salió del índice NASDAQ. John Rigas (fundador de la compañía) fue sentenciado a 15 años de prisión. Deloitte & Touch era el auditor externo en aquella época.

(Securities and Exchange Commission, 2002c; United States Government Accountability Office, 2002).

1.2.1.2 AOL Time Warner

En plena burbuja de Internet, AOL Time Warner fue el resultado de la fusión en el año 2000 de Time Warner y American Online. El objetivo era que la unión entre el gigante del cable y los medios de comunicación, y el mayor portal y proveedor de internet de EEUU, creasen el mayor proveedor de medios y entretenimiento del mundo. Sin embargo, la explosión de la burbuja de internet, la aparición de la banda ancha, y las diferencias culturales, hicieron que el resultado de la fusión no fuese el esperado. Ante las dificultades del mercado, entre los años 2000 y 2002, antes y después de la fusión, AOL Time Warner cometió varias irregularidades. Las más relevantes fueron:

- Realizar operaciones fraudulentas con supuestos clientes para inflar sus ingresos por publicidad online. En este tipo de operaciones, denominadas de ida y vuelta (round trip), una compañía hace una venta a otra, y a la vez le hace una compra por el mismo importe, con lo que ambas compañías registran su respectiva venta.

- Durante tres trimestres del año 2001, AOL aumentó artificialmente el número de suscriptores, ya que éste era un parámetro que el mercado utilizaba para evaluarles. La compañía incluía en su número de clientes todas las suscripciones vendidas a empresas para sus empleados, aun cuando éstas no estuviesen ni activadas, ni incluso confirmadas.
- Con objeto de presentar unos estados financieros más atractivos, no se consolidó adecuadamente AOL Europe en las cuentas del grupo, a pesar de tener el control de la compañía tras el acuerdo de compra con Bertelsmann AG.
- Solicitar a Bertelsmann AG que comprase 400 millones de dólares en publicidad online, y así registrar los ingresos en ese capítulo, en vez de registrarlos como resultado del acuerdo de compra de AOL Europa.

AOL Time Warner tuvo que resarcir a los accionistas por los perjuicios causados.

(Securities and Exchange Commission, 2005b)

1.2.1.3 Aurora Foods

En febrero del año 2000, durante la auditoría de 1999, el auditor descubrió ciertos documentos que despertaron dudas sobre las prácticas contables de la compañía. Tras las oportunas investigaciones, se determinó que, con objeto de ocultar el incumplimiento de sus previsiones y objetivos, la compañía no estaba registrando correctamente determinados gastos relacionados con actividades de marketing, y que algunos activos como cuentas a cobrar, inventarios y activos fijos, estaban inflados. El 17 de febrero, varios altos ejecutivos (el Presidente y CEO de la compañía, el vicepresidente y el CFO) dimitieron de sus cargos. En abril se anunció un ajuste de los estados financieros de 1998 por 38,3 millones de dólares, y de 43,3 millones de dólares para 1999.

Aurora recibió varias demandas de los accionistas, a quienes tuvo que resarcir. Como parte del acuerdo, se comprometió a introducir ciertas medidas tales como la reorganización del departamento financiero, la creación de un comité de auditoría, de una función de auditoría interna, y la puesta en marcha de un programa de cumplimiento.

Varios altos ejecutivos fueron también demandados y condenados.

(United States Government Accountability Office, 2002)

1.2.1.4 Bristol-Myers Squibb

Entre los años 2000 y 2001, con objeto de alcanzar sus objetivos y las estimaciones de los analistas de Wall Street, la compañía farmacéutica implantó un modelo de funcionamiento que incrementaba fraudulentamente sus ventas y beneficios. A final de cada trimestre, Bristol Myers insuflaba su canal de distribución con sus excesos de inventario, entregando cantidades que superaban la demanda real de los mayoristas pero que le permitían cumplir sus objetivos de ventas. Para no perjudicar a sus distribuidores, se hacía cargo de los costes de mantenimiento de dicho inventario y les garantizaba una rentabilidad de su inversión. Con este sistema registró inapropiadamente ingresos por valor de 1.500 millones de dólares. Además, la compañía liberaba reservas discrecionalmente según sus necesidades de aumentar el beneficio, y provisionaba los descuentos por volumen a Medicaid y otros grandes clientes por debajo de lo adecuado.

(Securities and Exchange Commission, 2004d)

1.2.1.5 CMS Energy

Entre los años 2000 y 2001, con el simple propósito de inflar los ingresos de la compañía para mejorar su posición en el ranking de empresas comercializadoras de energía, CMS Energy registró unos ingresos de 5.200 millones de dólares por transacciones de ida y vuelta de comercialización de energía.

Estas transacciones nunca fueron explicadas correctamente a los inversores y analistas, e incluso cuando fueron revertidas a instancias de los auditores, dicha reversión tampoco fue adecuadamente explicada.

La compañía llegó a un acuerdo con la SEC, pero dos de sus gestores fueron demandados civilmente.

(Securities and Exchange Commission, 2004a)

1.2.1.6 Computer Associates

Entre los años 1998 y 2000, con objeto de alcanzar las previsiones trimestrales de los analistas de Wall Street, Computer Associates registraba en el trimestre en curso ingresos procedentes de contratos que realmente se firmaban en el trimestre siguiente. Con el llamado esquema del “mes de 35 días”, Computer Associates registró inadecuadamente 3.300 millones de dólares de ingresos correspondientes a 363 contratos registrados prematuramente.

En el primer trimestre de su año fiscal 2001, tan pronto como abandonó esta práctica, Computer Associates no alcanzó las estimaciones de los analistas y la acción cayó un 43% en un día.

La compañía llegó a un acuerdo para resarcir a los accionistas con 225 millones de dólares, pero además, varios altos ejecutivos fueron demandados por obstrucción a las investigaciones de la SEC.

(Securities and Exchange Commission, 2004c)

1.2.1.7 Critical Path

En el año 2000, la compañía de internet Critical Path cometió varias irregularidades con objeto de mejorar sus resultados y alcanzar las estimaciones de los analistas de Wall Street de cada trimestre. Para ello, creó contratos falsos que se registraban como ventas, ocultó la existencia de contingencias que en realidad limitaban la posibilidad de registrar ingresos, y alteró la fecha de algunos contratos para incluirlos en el trimestre anterior. Mediante esta práctica, Critical Path incrementó ingresos y beneficio en una media de 10 millones de dólares al trimestre.

En abril de 2001, Critical Path ajustó sus estados financieros del año 2000 rebajando los ingresos de 155 millones de dólares a 135,7, e incrementando las pérdidas de 57,2 millones de dólares a 78,9 millones.

Varios de sus ejecutivos fueron condenados a multas y a su inhabilitación como directivos.

(United States Government Accountability Office, 2002)

1.2.1.8 Duke Energy

El 1 de agosto de 2002, Duke Energy emitió una nota de prensa para inversores donde anunciaba que, a petición de la SEC, había revisado su actividad desde el 1 de enero de 1999 hasta el 30 de junio de 2002 para identificar aquellos contratos que tuviesen las características de transacciones de ida y vuelta. Duke Energy informó que había identificado 89 transacciones de este tipo, ocurridas entre el año 2001 y la primera mitad del 2002, y que totalizaban un importe de 217 millones de dólares.

En octubre de 2002, un auditor independiente, contratado por los reguladores de Carolina del Norte y del Sur, descubrió que, entre 1998 y 2000, Duke Power (la filial que operaba el mercado regulado de electricidad) no había declarado beneficios por importe de 123 millones de dólares para evitar rebajar sus tarifas reguladas. La compañía tuvo que pagar 25 millones de dólares para resarcir a sus clientes (Stires, 2004).

1.2.1.9 Dynegy

Dynegy utilizó varias Entidades de Propósito Especial para registrar 300 millones de dólares como cash flow operativo y 79 millones de dólares como beneficio neto (en forma de deducción fiscal), cuando en realidad, los 300 millones procedían de un préstamo y la deducción fiscal no era aplicable. La compañía fue obligada a pagar una multa de 3 millones de dólares.

Adicionalmente, Dynegy admitió la utilización de transacciones de ida y vuelta para incrementar sus ingresos por comercialización de energía.

(Securities and Exchange Commission, 2003d)

1.2.1.10 El Paso Corporation

El Paso tuvo que realizar un ajuste a sus estados financieros desde 1999 hasta 2002, y los nueve primeros meses de 2003, reduciendo sus reservas de gas natural y petróleo a 31 de diciembre de 2000, 2001 y 2002, así como sus provisiones de cash flow. El impacto fue una reducción del beneficio acumulado de 1.700 millones de dólares.

Varios altos ejecutivos fueron condenados al pago de multas de entre 40.000 y 75.000 dólares.

Adicionalmente, El Paso estuvo implicado en operaciones de ida y vuelta con Duke Energy y Reliant.

(Securities and Exchange Commission, 2008)

1.2.1.11 Enron

Se ha escrito mucho sobre el caso Enron, pero el libro "The smartest guys in the room", de McLean y Elkind, periodistas de la revista Fortune, y el "Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Issues, and Policy Recommendations", preparado por el Joint Committee on Taxation a petición del Comité de Finanzas del Senado de los Estados Unidos, nos aportan una magnífica visión de la historia de la ascensión y caída de Enron (McLean & Elkind, 2003; US Joint Committee on Taxation, 2003).

Enron fue fundada en 1985 como resultado de la fusión de las empresas Houston Natural Gas e InterNorth of Nebraska, dando lugar a la mayor red de transporte de gas de Estados Unidos, y con Kenneth Lay como presidente. Las principales actividades de la nueva compañía incluían: la venta al por mayor de gas natural a través de su red de transporte (aproximadamente un 63% de sus activos); la exploración y producción de gas natural y crudo (25% de los activos); y otras actividades de producción y comercialización de derivados de gas y de petróleo. En aquel

tiempo, el mercado de gas estaba fuertemente regulado, y se trataba de un negocio estable basado en contratos a largo plazo entre suministradores y clientes, con precios fijados por el gobierno.

Sin embargo, a medida que el mercado se fue liberando a finales de los 80, los distribuidores de gas se encontraron con una industria en la que los precios del gas fluctuaban constantemente, los contratos se firmaban de un mes para el siguiente, y a menudo era difícil tener el suministro garantizado. En este entorno, Enron fue pionera en establecer contratos a largo plazo con suministradores y clientes, y en 1990, con la incorporación de Jeff Skilling procedente de McKinsey, puso en marcha el llamado Banco de Gas. Inicialmente, el objetivo era disminuir el riesgo de las operaciones de venta de gas para unos y otros. Enron actuaba como un banco donde los suministradores se comprometían a venderle su gas a un precio, y a su vez, los clientes se comprometían a comprárselo. Enron obtenía su beneficio por la diferencia de precios entre las operaciones de compra y venta, y los suministradores y clientes eliminaban el riesgo de fluctuaciones de precios y suministro gracias a la estabilidad de los contratos a largo plazo que les ofrecía Enron. Para animar a los productores, inicialmente reacios a participar pues siempre pensaban que el precio del gas subiría, Enron les ofrecía financiación, lo que les permitía embarcarse en nuevas prospecciones e inversiones con muy poco riesgo ya que el gas que obtuviesen ya estaba vendido a Enron a un precio fijo.

En resumen, la revolucionaria idea de Skilling fue introducir el uso de los derivados en el negocio del gas natural. En 1994, tras la desregularización del mercado eléctrico, Enron entró también en el negocio de la comercialización de electricidad. Durante esos años, incrementó su presencia internacional a través del desarrollo, construcción y operación de plantas de gas natural y de generación de energía, así como de la comercialización de gas y derivados. En 1995, las actividades internacionales de Enron incluían plantas de generación o proyectos en Alemania, Guatemala y Filipinas, un sistema de gaseoductos en Argentina, actividad de venta minorista de gas y propano en el Caribe, y la planta de ciclo combinado en Teesside (Gran Bretaña).

El período entre 1996 y 2001 marcó, como la propia compañía describiría, la transformación de Enron, que pasó de ser una empresa energética basada en sus activos de generación y transporte a ser una empresa de marketing y logística. Cuatro aspectos marcaron este cambio:

- la expansión en los mercados de gas y electricidad, cada vez más desregulados, que le llevó a ser proveedor, no solo de energía, sino también de servicios de asesoría energética, así como de otros servicios de gestión de riesgo.

- la entrada en mercados globales de plantas de generación, agua y metales (la planta de Dabhol en India, la empresa de distribución eléctrica Elektra en Brasil, la compra de Wessex Water en Gran Bretaña y posterior creación de Azurix para desarrollar proyectos en ese sector, la apertura de la oficina de Tokio, y la entrada en el mercado de metales con MG Pie).
- el uso de internet y el comercio electrónico para introducirse en el mercado de las comunicaciones y de los servicios financieros. En 1990, Enron creó su plataforma Enron Online, no solo para la venta de contratos de electricidad y gas a hogares e industrias, sino también para la venta de otros productos como servicios de banda ancha. También desarrolló una plataforma de crédito B2B en tiempo real, y firmó un contrato con Blockbuster para distribuir entretenimiento a los hogares bajo demanda.
- el foco en el logro de los objetivos financieros y operativos que se habían definido en el plan Enron 2000 de 1996: 1.000 millones de dólares de beneficio en el año 2000, 15% de crecimiento anual compuesto, y crecimiento de dos dígitos en cada ejercicio fiscal.

La capitalización bursátil de Enron creció exponencialmente desde 2.000 millones de dólares en 1985 a casi 70.000 millones a principios de 2001. Si bien hasta finales de los años 90 el valor de la acción había crecido ligeramente por encima del S&P 500, en 1999 creció un 56%, y en 2000 un 87%, muy lejos del 20% de crecimiento y 10% de reducción del S&P en los mismos años. En el año 2000, Enron declaró unos activos consolidados de 65.500 millones de dólares, y unos ingresos de 100.000 millones de dólares, y en el año 2001 ocupó la séptima posición según la lista Fortune de las empresas más grandes de Estados Unidos. Enron fue nombrada "compañía más innovadora de América" durante seis años consecutivos, y en 2001 se situó entre las cinco mejores empresas en cuanto a la calidad de su gestión, la calidad de productos y servicios, y el talento de sus empleados.

Sin embargo, el 2 de diciembre de 2001 Enron y trece de sus filiales presentaron una declaración de quiebra acogiéndose a la protección que ofrece la legislación americana en caso de insolvencia. El valor en bolsa de la compañía se redujo en casi 60.000 millones de dólares, más de 4.000 empleados perdieron su empleo, y los planes de pensiones de casi 14.000 personas sufrieron pérdidas por más de 1.300 millones de dólares.

Lo que había ocurrido es que un equipo directivo arrogante y poco ético había ocultado la realidad mediante una práctica contable que maquillaba los beneficios reales de la compañía y alteraba

su balance. Se proyectaba así una imagen atractiva para los inversores y analistas de Wall Street que distaba mucho de ser cierta, y que nadie se molestó en verificar o incluso comprender.

La realidad era que Enron generaba grandes cantidades de deuda debido a sus inversiones de capital en plantas de generación, gaseoductos, comercio electrónico, banda ancha, negocio de aguas, financiación a productores de gas, algunas de las cuales fueron sonoros fracasos. La mayor parte de las actividades de Enron requería una inversión muy importante antes de que generasen beneficios y flujos positivos de caja. Además, su actividad de comercio electrónico necesitaba líneas de crédito que proporcionasen fondos suficientes para cerrar los contratos de energía y otros productos que comercializaba. Sin embargo, Enron necesitaba satisfacer los requerimientos de las agencias de rating y de crédito, quienes básicamente le exigían: aumentar su flujo de caja, disminuir su deuda, y cumplir con los compromisos que había establecido en su plan Enron 2000. Para ello se sirvió de lo siguiente:

Criterio de valoración Mark to Market

Enron fue la primera compañía fuera del sector de los servicios financieros autorizada por la SEC en 1992 a utilizar la contabilidad Mark to Market (MTM) en el negocio del gas. Este método consiste en ajustar diariamente el valor de los activos en base al valor de mercado. En el caso de Enron, la utilización del método MTM, que extendió a varios de sus negocios, permitía que los valores actuales de los ingresos y costes previstos para la totalidad del contrato se reconociesen como ingresos y gastos del período en el momento en el que un contrato a largo plazo se firmaba. Cualquier cambio futuro en los valores registrados debía estimarse y registrarse como beneficio o pérdida en subsiguientes períodos. Esta práctica, que aportó a Enron un crecimiento insólito, incorporaba un alto grado de incertidumbre en la cuenta de resultados, la necesidad de coberturas para los riesgos existentes, un gran desequilibrio entre los beneficios y los flujos de caja, y una necesidad constante de cerrar contratos nuevos para seguir reconociendo ingresos.

Special Purpose Entities

Las entidades de propósito especial eran sociedades instrumentales que no consolidaban en el balance de Enron a pesar de estar bajo su control, y se utilizaron para esconder las grandes cantidades de deuda acumulada por Enron y para generar ingresos a través de transacciones entre compañías. Las SPE recibían préstamos bancarios (avalados por Enron) y compraban activos a Enron, de modo que ésta aumentaba sus ingresos sin aumentar su deuda.

Por otra parte, Enron informó que utilizaba estas SPEs para generar coberturas y cubrir los riesgos asociados a sus operaciones, pero la realidad es que no era así. Dado que Enron era la dueña de estas entidades, realmente estaba generando las coberturas consigo misma, y por lo tanto reteniendo todo el riesgo.

Retribución de ejecutivos

Al igual que muchas otras compañías, Enron utilizó las opciones sobre acciones en sus paquetes retributivos con el objetivo de retener y recompensar a sus empleados más valiosos. Sin embargo, en este caso, contribuyó a crear una cultura de empresa basada en el corto plazo, obsesionada por comunicar a Wall Street buenos resultados que incrementasen el valor de acción. Lo importante era cerrar acuerdos que permitiesen registrar el ingreso cuanto antes, aun cuando el beneficio de la operación no estuviese demasiado claro.

A la vista de todo lo anterior, la pregunta recurrente es qué ocurrió con los organismos que tenían que haber vigilado a Enron. Las respuestas aportadas por Healy y Palepu (Healy & Palepu, 2003) son las siguientes:

- El Auditor: Arthur Andersen fue acusado de ignorar las irregularidades contables de Enron debido a un conflicto de intereses relativo a los honorarios de consultoría que también facturaba a Enron. Pero la realidad es que la factura de servicios de auditoría era ya suficientemente grande como para poner en riesgo su independencia.
- El Comité de Auditoría del Consejo: aun cuando tenía conocimientos contables y experiencia suficiente para haber detectado las manipulaciones contables, no cumplió con su obligación de analizar en detalle la información recibida.
- Los Gestores de Fondos: aquéllos cuya estrategia se limitaba a seguir un determinado índice bursátil tuvieron escaso interés en hacer investigaciones detalladas; en los otros casos, todo parece indicar que se dejaron llevar por la tendencia reinante y se limitaron a apoyar un valor que estaba en continua alza.
- Los Analistas: por una parte se enfrentaron a conflictos de interés con los negocios de banca de inversión que sus empresas tenían con Enron; por otra parte, no querían enfrentarse al equipo directivo de Enron para, teóricamente, tener acceso a información interna de la compañía; y por último, no deseaban generar conflictos ya que así recibían mejores valoraciones de los inversores institucionales.
- El Regulador: Enron fue capaz de diseñar transacciones y operativas contables que se ajustaban a la letra de la ley aunque iban en contra de su espíritu.

El principio del fin de Enron comenzó hacia mediados de agosto de 2001, cuando Sherron Watkins, vicepresidenta de Desarrollo Corporativo, escribió una carta anónima a Kenneth Lay, CEO de Enron, manifestándole su preocupación por las irregularidades contables existentes. El 16 de octubre de 2001 Enron anunció un ajuste de 1.010 millones de dólares para reflejar las pérdidas en sus negocios de agua y de banda ancha. El 22 de octubre de 2001, la SEC comenzó sus investigaciones sobre las Special Purpose Entities, y el 8 de noviembre Enron ajustó sus estados financieros para consolidarlas retroactivamente. Los beneficios desde 1997 a 2000 se redujeron en 591 millones de dólares, y la deuda del año 2000 aumentó en 658 millones. Entre septiembre y octubre, Kenneth Lay (CEO) y otros altos ejecutivos vendieron grandes cantidades de acciones y opciones sobre acciones, a la vez que animaron a sus empleados a comprar más acciones afirmando que la empresa se recuperaría. El 9 de noviembre, Enron inició un acuerdo de compra por parte de Dynegy, pero el día 28 de noviembre la mayoría de las agencias rebajaron la calificación de la deuda de Enron a bono basura, Dynegy se retiró de las negociaciones, y el 2 de diciembre de 2001 se declaró en bancarrota.

Kenneth Lay, CEO, Jeff Skilling, COO y principal artífice de la estrategia y modelo de negocio de Enron, y Andrew Fastow, CFO y artífice de las Special Purpose Entities, fueron juzgados y condenados. Skilling fue condenado a 24 años de prisión de los que cumplirá 14, saldrá en 2017. Fastow decidió colaborar con la justicia y fue condenado a una pena de 6 años, salió en 2011. Lay fue declarado culpable, pero murió en 2006, antes de dictarle sentencia. Los tres, junto con Enron, han pasado a la historia como símbolos del escándalo, la arrogancia y la codicia en el mundo de los negocios.

1.2.1.12 Freddie Mac

Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) fue constituida a instancias del Gobierno de los Estados Unidos como empresa privada, pero con la misión pública de mejorar las oportunidades de las personas desfavorecidas y con bajos ingresos para la compra de vivienda o el acceso a alquileres asequibles.

La actividad de Freddie Mac se basa en comprar a la banca comercial, u otras entidades financieras, préstamos concedidos por éstas, empaquetarlos con otros en forma de valores respaldados por hipotecas, y venderlos a inversores. Su misión, por tanto, es actuar como mercado secundario entre las entidades de crédito y los inversores. Los ingresos obtenidos por dichas entidades de crédito por las ventas a Freddie Mac sirven para que financien nuevos préstamos, manteniendo, así, el mercado hipotecario activo.

En noviembre de 2003, la compañía anunció un ajuste a sus estados financieros. En este caso, a diferencia de los de la época, Freddie Mac no había inflado sus beneficios sino al contrario. Con objeto de satisfacer las expectativas y requerimientos de los analistas de Wall Street, que demandaban un crecimiento sostenido y poco volátil, había reducido los beneficios de los años 2000 y 2002 y había aumentado los del 2001. El ajuste para los tres años fue un incremento del beneficio de 5.000 millones de dólares.

Freddie Mac recibió múltiples demandas y fue sometida a severas investigaciones que le llevaron a pagar multas por importe de 175 millones de dólares.

(Securities and Exchange Commission, 2007)

1.2.1.13 Global Crossing

Global Crossing era una compañía de Telecomunicaciones que comenzó su actividad en 1997 y que creció rápidamente al calor de la burbuja de internet. Poseía una red global de fibra óptica para la transmisión de llamadas telefónicas y comunicación de datos, y sus ingresos procedían básicamente de la venta de capacidad de su red a otros operadores o usuarios finales. El 28 de febrero de 2002, presentó declaración de quiebra acogiéndose a la protección que ofrece la legislación americana. El precio de la acción que había alcanzado \$60 ese mismo mes, lo que suponía una capitalización bursátil de la compañía de 50.000 millones de dólares, cayó a \$0,15 en marzo de 2002.

Las investigaciones de la SEC y el FBI habían comenzado por la acusación de un antiguo empleado que denunció malas prácticas contables de la compañía. El resultado de dichas investigaciones fue una resolución de la SEC instando a Global Crossing a suspender el tratamiento contable de algunas de sus operaciones de intercambio de capacidad con otros operadores. Estas operaciones consistían en el compromiso de ambas partes de utilizar capacidad del otro durante un período determinado, generalmente sin intercambio de efectivo entre ellos. Los estados financieros de Global Crossing reflejaban estas transacciones correctamente, pero la compañía acompañaba sus estados financieros con otros proforma a los que los analistas prestaban más atención. Estos estados financieros proforma reflejaban el importe total de la operación de venta de capacidad como ingresos, pero no revelaban el compromiso de compra asociado al mismo, con lo que la cifra de ingresos estaba falseada. Por otra parte, los importes de venta y compra se incluían en los informes de cash flow operativo y de inversiones, con lo que también la información sobre liquidez estaba falseada.

Global Crossing fue también un caso de uso de información privilegiada y enriquecimiento abusivo de sus ejecutivos. Gary Winnick, fundador de Global Crossing, vendió acciones por valor de 734 millones de dólares antes de la quiebra. Muchos otros accionistas, sin embargo, perdieron su inversión, y los empleados perdieron sus trabajos y planes de pensiones.

(Fabrikant & Romero, 2002; Securities and Exchange Commission, 2005a)

1.2.1.14 Hayes Lemmerz International

Hayes Lemmerz es un fabricante de componentes de automoción que entre 1999 y 2001 desarrolló un fraude contable para alcanzar los objetivos de beneficios establecidos y ocultar unos resultados operativos que empeoraban progresivamente. El mecanismo utilizado para aumentar sus beneficios incluía: capitalizar gastos operativos y descuentos a clientes, no contabilizar facturas de proveedores, y ocultar los beneficios sociales de los empleados.

En febrero de 2002, Hayes anunció un ajuste a sus estados financieros de los años 1999, 2000 y 2001 de 218 millones de dólares.

(Securities and Exchange Commission, 2006b), (United States Government Accountability Office, 2002).

1.2.1.15 HealthSouth Corporation

HealthSouth es una de las mayores empresas de servicios de cirugía ambulatoria y rehabilitación en Estados Unidos. En el año 2003, la SEC encontró evidencias de un fraude contable que se remontaba prácticamente a la fundación de la compañía en 1984. La SEC demandó a HealthSouth por haber inflado sus beneficios en 1.400 millones de dólares desde 1999.

Como resultado de las investigaciones de la SEC y del Departamento de Justicia, se descubrió que la mayor parte de sus directivos, y prácticamente todos los directivos financieros, estaban involucrados en el fraude. El fundador, CEO y Presidente del Consejo, Richard Scrushy, exigía que todos los trimestres la compañía alcanzase, o superase, las estimaciones de los analistas de Wall Street. En las ocasiones en las que esto no ocurría, las órdenes del presidente eran: “solucionadlo”. Los directivos financieros se reunían en las llamadas “reuniones de familia” e identificaban mecanismos para aumentar los beneficios. La práctica más habitual era capitalizar costes, de este modo, gastos corrientes como publicidad, e incluso el patrocinio de un equipo de la liga juvenil de hockey, se capitalizaban como si fuesen componentes de activos fijos. Para ello, disponían de una partida de activos fijos específica, que a 30 de septiembre estaba inflada en 800 millones de dólares, y suponía un 10% del total de activos declarados. Los ingresos también

eran manipulados a través de una cuenta específica que no levantaba las suspicacias de los auditores.

En 1997, cuando el fraude crecía preocupantemente, los directivos financieros propusieron al presidente cesar esas prácticas, pero su respuesta fue: "no hasta que venda mis acciones". De hecho, desde 1999 Scruschy vendió más de 7,8 millones de acciones de la compañía, cuyo valor en 1999 rondaba los \$6 por acción y \$15 en 2002. En ese período, Scruschy recibió un salario de 9,2 millones de dólares, de los cuales aproximadamente 5.3 millones estaban ligados a la consecución de objetivos.

Sorprendentemente, Scruschy no fue condenado por fraude financiero, sino que fue juzgado y condenado a setenta meses de prisión por otras cuestiones relacionadas con la política y el blanqueo de dinero, obstrucción a la justicia, asociación delictiva y soborno.

(Securities and Exchange Commission, 2003b), (Pavlo, 2012)

1.2.1.16 ImClone Systems

Samuel Waksal, CEO de la compañía farmacéutica, protagonizó un caso de uso ilegal de información privilegiada. Al enterarse de que la US Food and Drug Administration iba a negar la autorización para comercializar un medicamento para el tratamiento del cáncer, avisó a varios miembros de su familia para que vendiesen sus acciones antes de que el hecho fuese público. Éstos consiguieron vender acciones por importe superior a 10 millones de dólares en dos días, evitando pérdidas del 16% (al conocerse la noticia la acción cayó de \$55,25 a \$46,46). La SEC presentó cargos contra Waksal solicitando la devolución del importe equivalente a las pérdidas evitadas por sus familiares, el pago de una multa y la inhabilitación como directivo en empresas cotizadas.

(Securities and Exchange Commission, 2002d)

1.2.1.17 Legato Systems

Entre mayo de 1999 y diciembre de 2000, el Vicepresidente de ventas global y el de Norteamérica propiciaron que la compañía registrase fraudulentamente ingresos correspondientes a acuerdos con distribuidores que en realidad eran contingentes a la venta del producto al cliente final o al derecho del cliente al cambio, devolución del producto o cancelación del acuerdo. Con estas prácticas, Legato incrementaba sus ingresos entre un 6% y un 20% cada trimestre.

(Securities and Exchange Commission, 2002b)

1.2.1.18 MicroStrategy

MicroStrategy Incorporated, proveedor de software y de servicios de consultoría, formación y soporte técnico, anunció en marzo de 2000 un ajuste por importe de 55,8 millones de dólares correspondiente a los ejercicios de 1997, 1998 y 1999, reduciendo el resultado para estos tres años de 18,9 millones de dólares de beneficio a pérdidas de 36,9 millones de dólares. El ajuste fue consecuencia de un reconocimiento adelantado de los ingresos por la venta de software en casos en los que éste iba acompañado de servicios, y por el reconocimiento de ingresos correspondientes a contratos no firmados antes del cierre del trimestre en curso. El valor de la acción, que antes del ajuste alcanzó los \$313, tres días después cayó a \$39,06.

La compañía y sus directivos fueron demandados por grupos de accionistas y por la SEC.

(United States Government Accountability Office, 2002)

1.2.1.19 Quintus Corporation

Entre diciembre de 1999 y octubre de 2000, Alan K. Anderson, CEO de Quintus (desarrolladora de software de CRM), falsificó personalmente contratos, emails, órdenes de compra y cartas para que la compañía pudiese registrar ingresos que en realidad eran inexistentes. Anderson engañó a los auditores y a su propio departamento financiero simulando o manipulando transacciones con clientes que, o bien no existían, o bien eran contingentes a la aprobación del producto. La compañía descubrió el fraude y realizó un ajuste a sus resultados por 17 millones de dólares. En febrero de 2001, la compañía salió del índice Nasdaq y meses más tarde fue liquidada tras declarar la bancarrota. Anderson fue demandado y juzgado.

(Securities and Exchange Commission, 2002b)

1.2.1.20 Tyco International

Tyco es un conglomerado de empresas con actividad en diferentes áreas tales como sistemas de protección contra incendios, sistemas de seguridad, componentes eléctricos y electrónicos, productos médicos y servicios de ingeniería. Entre los años 1996 y 2002, compró más de 700 empresas y contaba con 1.000 unidades de negocio. En el año 2006, la SEC interpuso una demanda contra Tyco International por actividades contables mediante las cuales Tyco había inflado los resultados de la compañía en, al menos, 1.000 millones de dólares en el período mencionado. Los cargos contra Tyco fueron:

- Disminuir el valor de los activos y aumentar el de los pasivos de las empresas que compraba para, por una parte, tener menores costes de amortización en el futuro, y por otra, disponer de reservas que les permitiesen mejorar sus beneficios.
- Utilizar reservas para compras para fines diferentes de los que se habían establecido, empleándolas en bonus de permanencia para ciertos empleados de las entidades compradas, gastos corrientes, etc.
- Liberar reservas para mejorar los resultados según fuese necesario para cumplir los objetivos de rentabilidad.
- Cobrar una comisión a sus suministradores de contratos de alarmas de seguridad que se reconocía como ingreso inmediato y que se compensaba con un bonus a pagar a esos mismos suministradores, pero que, sin embargo, se amortizaba en 10 años.
- No informar sobre préstamos a bajo interés a ciertos ejecutivos, quienes los utilizaron para gastos personales cuando en realidad estaban previstos para otros fines como el pago de impuestos y los traslados de residencia. Ocultar también la condonación de dichos préstamos, así como otras compensaciones en metálico y en acciones a dichos ejecutivos, y ocultar ciertas operaciones relacionadas entre estos ejecutivos y Tyco.
- Contabilizar incorrectamente los bonus a personal de Tyco de modo que no afectasen a los resultados de la compañía.
- Pagar comisiones ilegales para obtener contratos con el gobierno brasileño

Tyco resarcó a sus accionistas con 3.000 millones de dólares

Además, en el año 2002 la SEC ya había interpuesto una demanda civil contra el CEO, el CFO y el CLO de Tyco International por ocultar información relativa a los préstamos multimillonarios a bajo interés, o interés cero, tomados de la compañía para sus gastos personales, normalmente de naturaleza extravagante, y en algunos casos nunca devueltos. La SEC también les acusó de ocultar ventas de acciones de Tyco por varios millones de dólares. Kozlowski (CEO) y Swartz (CFO) fueron condenados a prisión entre ocho y veinticinco años (cumplieron ocho), y a pagar un total de 239 millones de dólares.

El auditor en aquella época era PriceWaterhouseCoopers.

(Norris, 2007; Securities and Exchange Commission, 2002f; Securities and Exchange Commission, 2006a)

1.2.1.21 Unify Corporation

Entre mayo de 1999 y mayo de 2000, el CEO y CFO de Unify (fabricante de gestores de base de datos) propiciaron que la compañía registrase fraudulentamente ingresos por acuerdos que en realidad eran contingentes a determinadas circunstancias y que incluían el derecho a la devolución del producto o la cancelación del acuerdo. Además, ejecutaron operaciones de ida y vuelta con otras compañías con el simple propósito de incrementar los ingresos artificialmente. Con estas operaciones, Unify incrementaba sus ingresos entre un 60% y un 150% cada trimestre. Mientras duró el fraude, el CEO de Unify ocultó la venta de todas sus acciones de la compañía, por las que obtuvo unas ganancias de más de 8 millones de dólares. Ambos ejecutivos fueron demandados y juzgados.

(Securities and Exchange Commission, 2002b)

1.2.1.22 Waste Management

Entre 1992 y 1999, ante la falta de ingresos significativos y con el propósito de alcanzar los objetivos de beneficios establecidos, la compañía alteró los gastos en su cuenta de resultados por un importe de 1.700 millones de dólares. Para ello, modificó la vida útil y el valor residual de ciertos activos, capitalizó incorrectamente gastos, mantuvo el valor de activos que realmente habían perdido su valor, mantuvo la capitalización de proyectos fallidos sin hacer los ajustes correspondientes, y no hizo las provisiones necesarias para el pago de impuestos y otros gastos.

Un nuevo equipo directivo y la compra por parte de US Waste Management propiciaron el descubrimiento del fraude, que supuso una pérdida para los accionistas de 6.000 millones de dólares al caer el valor de la acción más de un 33%.

En el año 2002, seis altos ejecutivos (CEO, COO, CFO, Corporate Controller, VP Finance y General Counsel) fueron demandados por la SEC por falsificar los estados financieros durante 5 años para obtener beneficio propio en forma de performance bonus, planes de pensiones, ventas de acciones, etc. Se calcula que el enriquecimiento del CEO fue de 16,9 millones de dólares y el del COO de 9,2 millones de dólares.

El auditor externo, Arthur Andersen, fue condenado a una multa de 7 millones de dólares por colaboración, a pesar de que argumentó que su informe de auditoría incluía los ajustes propuestos necesarios.

(Securities and Exchange Commission, 2002h; United States Government Accountability Office, 2002)

1.2.1.23 WorldCom

WorldCom era una empresa global del sector de las comunicaciones que operaba en 65 países dando servicios de transmisión de datos y de acceso a internet para empresas y particulares (éstos a través de su adquisición de MCI). En los años 90, WorldCom se convirtió en una de las empresas más importantes del sector, pero con el inicio del pinchazo de la burbuja de Internet sus beneficios fueron cayendo, y cada vez les resultaba más difícil alcanzar las expectativas de los analistas de Wall Street. Con objeto de mantener el valor de la acción, WorldCom manipuló sus resultados mediante un fraude contable de más de 3.800 millones de dólares, 3.000 millones en el año 2001 y 800 millones en el primer trimestre del año 2002. Para ello, WorldCom capitalizaba los costes operativos de alquiler de líneas en vez de reconocerlos como gastos, de este modo reducía sus costes y mejoraba sus beneficios. Cynthia Cooper, perteneciente al Departamento de Auditoría Interna lo descubrió y denunció esta práctica.

El día 26 de junio de 2002, la SEC demandó a WorldCom por sus prácticas contables fraudulentas, hecho admitido por la compañía. El valor de la acción, que había llegado a alcanzar los \$64,51 en 1999, dando a WorldCom una capitalización bursátil de 125.000 millones de dólares, cayó a \$0,83. Además, WorldCom estaba fuertemente endeudada, realizó algunas adquisiciones poco afortunadas, y el 21 de julio de 2002 presentó una declaración de quiebra acogiéndose a la protección que ofrece la legislación americana.

Meses más tarde, se descubrió que el fraude contable era aún mayor y el ajuste se incrementó en 3,3 millones de dólares correspondientes a los años 1999 y 2000.

(Ripley, 2008; Securities and Exchange Commission, 2002e)

1.2.1.24 Xerox

Entre los años 1997 y 2000, en un entorno fuertemente competitivo en el que el mercado demandaba resultados excepcionales, Xerox modificó sus prácticas contables tradicionales sin comunicarlo a los inversores. Entre las prácticas que utilizó para disfrazar sus resultados, que además no seguían los US GAAP, la más relevante fue la de acelerar el reconocimiento de ingresos por 3.000 millones de dólares, lo que le permitió registrar un beneficio de 1.500 millones de dólares superior al real. Adicionalmente, modificó el valor residual de activos, liberó reservas para contingencias inadecuadamente, y ocultó operaciones de factoring. El reconocimiento anticipado de beneficios comprometía los resultados futuros y la situación se fue agravando; así, si en 1997 los beneficios anuales anticipados representaban un 19%, en 1999 eran el 25%. En

junio de 2002, Xerox realizó el ajuste contable para corregir estas irregularidades, lo que supuso una caída del valor de la acción de casi el 50%.

Se calcula que el equipo ejecutivo de Xerox consiguió unos 5 millones de dólares en performance bonus y hasta 30 millones de dólares por la venta de acciones gracias a los buenos resultados que declararon en aquellos años.

Xerox, KPMG, su auditor en aquella época, y varios miembros del equipo ejecutivo, recibieron numerosas demandas de accionistas y de la SEC.

(Securities and Exchange Commission, 2002g; United States Government Accountability Office, 2002)

1.2.1.25 Otros

Éstas no fueron las únicas compañías que se vieron implicadas en fraudes empresariales en Estados Unidos en esta época. La lista es muy amplia e incluye a muchas otras más como: American International Group (AIG), Halliburton, Homestore.com, JDS Uniphase Corporation, Kmart, Merck &Co., Nortel, Nicor, Peregrine Systems, Qwest Corporation, Refco, Reliant Energy, Rite Aid, Safety Kleen, SeaView Video Technology, Sunbeam, Symbol Technologies, Thomas and Betts Corporation.

1.2.2 Europa

1.2.2.1 Comroad (Alemania)

ComRoad era una compañía alemana fabricante de dispositivos telemáticos para el transporte por carretera (navegadores, internet móvil, asistencia,...), que desde 1999 cotizaba en el Nuevo Mercado alemán. Desde su fundación, experimentó un rápido crecimiento y declaró ingresos por 4,6 millones de marcos en 1998, 20 millones en 1999 y 85,8 millones en el año 2000. Sin embargo, en la primavera de 2001 empezaron a surgir dudas respecto a las cifras publicadas por la compañía. La periodista Renate Daum comenzó a hacer investigaciones, visitando clientes y proveedores de ComRoad. La presión mediática hizo que el auditor, KPMG, iniciase también sus propias investigaciones, pero en febrero de 2002 dimitió argumentando “falta de claridad sobre la existencia de ciertas compañías en Hong Kong y España”. La compañía contrató una nueva firma auditora, quien en abril de 2002 declaró que el mayor cliente de ComRoad, VT Electronics, ubicado en Hong Kong, era una compañía ficticia. En consecuencia, el 97% de los ingresos declarados en el año 2000, el 86% del año 1999 y el 63% del año 1998 eran falsos. Un

mecanismo contable en el que VT Electronics aparecía como cliente y proveedor hizo posible el fraude.

Los miembros del consejo, cuya responsabilidad real era supervisar estas actividades, no solo fallaron en su función de control, sino que además se encargaban de la contabilidad, temas de personal, marketing, cuestiones fiscales y la preparación de los estados financieros.

El CEO de la compañía fue condenado a siete años de prisión, pero los accionistas no fueron resarcidos de sus pérdidas.

(Lenz, 2011; Weber, Willenborg, & Zhang, 2008)

1.2.2.2 Independent Insurance Group (Inglaterra)

Independent Insurance Group Limited ("IIG") comenzó a cotizar en la London Stock Exchange en 1993 y durante los años 90 creció rápidamente convirtiéndose en la novena compañía de seguros más grande del Reino Unido.

El 6 de marzo de 2001, la compañía publicó sus resultados del año 2000 en los que explicaba que, a pesar de que el año había sido difícil, el grupo había tenido unos beneficios de 22.2 millones de libras, habría distribución de dividendo, los activos superaban los 300 millones de libras, y las provisiones eran positivas. Sin embargo, tres meses más tarde la compañía presentó liquidación provisional y la cotización de las acciones fue suspendida. Fue uno de los mayores desastres de la época, 1.000 empleados perdieron su trabajo y miles de inversores perdieron sus ahorros.

Hubo varias razones para el colapso de International Insurance Group, pero el descubrimiento de dos actividades fraudulentas le afectó especialmente ya que destruyeron la credibilidad de la compañía evitando su recuperación posterior.

La primera fue la ocultación de información relativa a siniestros que debían ser atendidos y a la cantidad de reservas necesarias para ello. Directivos de la compañía ocultaron al actuario de seguros, encargado de validar estas reservas, los datos reales para el cálculo de las mismas. Las investigaciones posteriores demostraron que, a diciembre de 2000, las reservas reales necesarias eran entre 110 y 250 millones de libras superiores a las declaradas.

Por otra parte, contratos de reaseguros que incluían condiciones poco ventajosas para International Insurance Group fueron ocultados al actuario y a los auditores, mostrándoles solo aquellos que favorecían a la compañía (Serious Fraud Office, 2007).

1.2.2.3 Larnout & Hauspie (Bélgica)

Lernout & Hauspie Speech Products, N.V., fue una compañía tecnológica de reconocimiento de voz, ubicada en Bélgica y en Estados Unidos, que cotizaba en el Nasdaq y en el Nasdaq Europeo. Entre 1996 y el año 2000, cometió una serie de actividades fraudulentas que le llevaron a su desaparición. En el último trimestre del año 2000, cuando estas irregularidades se hicieron públicas, el valor de la acción cayó drásticamente desde \$72,5 en marzo de 2000 hasta \$0,76 en diciembre. En noviembre de 2000, la compañía trató de acogerse a la protección por bancarrota en Estados Unidos y en Bélgica, pero no fue aceptada, y la compañía tuvo que ser liquidada.

Las irregularidades cometidas por Lernout & Hauspie para inflar sus ingresos se agrupan en tres áreas:

- Entre 1996 y 1999, Lernout & Hauspie registró ingresos por 60 millones de dólares por transacciones con dos compañías belgas. La realidad es que dichas transacciones no eran tales ventas, sino préstamos que Lernout & Hauspie tenía que devolver.
- Desde 1998, creó una serie de compañías, la mayoría de ellas en Singapur, que operaban ficticiamente como clientes de Lernout & Hauspie. De este modo, registró ingresos fraudulentos por venta de licencias por valor de 102 millones de dólares en dos años.
- Entre septiembre de 1999 y junio de 2000, declaró ingresos de 175 millones de dólares correspondientes a sus actividades en Corea (L&H Korea), que en su mayoría eran falsas.

(Securities and Exchange Commission, 2002a)

1.2.2.4 Parmalat (Italia)

En el año 2003, cuando el fraude realizado por Parmalat salió a la luz, la SEC lo calificó como uno de los fraudes corporativos mayores y más desvergonzados de la historia. Para ponerlo en perspectiva, la sobrevaloración de activos y el infra-dimensionamiento de los pasivos, por valor de 14.500 millones de euros, fue mayor que la suma de los fraudes de Enron y Worldcom.

Parmalat había sido fundada por la familia Tanzi en 1961. En el año 2002, era un gigante de la industria alimentaria que desde 1990 cotizaba en la Bolsa de Milán; era el octavo grupo empresarial mayor de Italia, con más de 200 compañías, presente en 50 países y con más de 30.000 empleados.

Entre 1990 y el año 2003, el grupo Parmalat pidió dinero prestado a los bancos avalado por unos ingresos que estaban inflados mediante ventas ficticias a los distribuidores. Sin embargo, el

corazón del escándalo estuvo en una supuesta carta de Bank of America, en la que se afirmaba que Bonlat, empresa subsidiaria de Parmalat, tenía 3.950 millones de dólares depositados en una cuenta del banco en las Islas Cayman. Los problemas de Parmalat salieron a la luz cuando no pudo pagar un bono de 150 millones de euros. En diciembre de 2003, Bank of America negó la existencia de dicha cuenta y la compañía se vió abocada a anunciar que tal dinero no existía y que, por tanto, sus activos de 2002 estaban inflados en 3.950 millones de euros.

En realidad, Parmalat arrastraba sus problemas desde su salida a bolsa en 1990 y el fraude fue orquestado básicamente para ocultar su insolvencia, aunque, adicionalmente, la familia Tanzi y el CFO, Fausto Tonna, también se beneficiaron personalmente.

El fraude de Parmalat no se apoyó en un esquema contable sofisticado ni elaborado, sino que básicamente consistió en la falsificación de las cuentas corporativas mediante el incremento de los beneficios, la sobrevaloración de activos y la infravaloración de pasivos.

El beneficio acumulado de Parmalat antes de impuestos declarado desde 1990 hasta el 30 de junio de 2003 fue de 1.513 millones de euros, cuando, según los cálculos del juzgado de Milán encargado del caso, tales beneficios no existían, sino que las pérdidas acumuladas eran de 3.694 millones de euros. Esta gran mentira se construyó a partir de registrar ingresos por ventas a clientes inexistentes, duplicar facturas y vender marcas ficticias y tecnologías a testaferros situados en paraísos fiscales.

Por otra parte, los activos y pasivos se manipularon eliminando cuentas a pagar como si estuviesen ya pagadas, registrando un préstamo bancario como si fuese un crédito inter-compañía y, por lo tanto, eliminándolo en la consolidación, registrando un préstamo como si fuese capital, derivando cuentas a cobrar a testaferros, y, por supuesto, falsificando una carta de Bank of America que certificaba la existencia de 3.950 millones de euros.

Como en el caso de Enron, es interesante preguntarse qué ocurrió con los organismos que tenían que haber vigilado a Parmalat.

Los Panzi poseían el 50,02% del capital y varios miembros de la familia ocupaban posiciones directivas. Ésto les permitió beneficiarse personalmente a costa de la compañía y manipular los estados financieros a su conveniencia.

El Consejo de Administración, que estaba dominado por miembros de la familia Panzi y por cargos directivos, prácticamente sin consejeros independientes y sin representación de los

accionistas minoritarios, permitió los desmanes cometidos en la preparación de la información financiera.

El Comité de Auditoría del Consejo no fue creado hasta el año 2001, y aunque la formación financiera de sus miembros y la frecuencia de sus reuniones eran las adecuadas, su principal problema fue la falta de independencia. El Comité estaba formado, en su mayoría, por directivos de la compañía, con lo que su papel de vigilancia era inexistente.

El auditor externo no detectó el fraude cometido por la compañía durante más de diez años. Aunque la ley italiana obliga a cambiar de compañía auditora periódicamente, no es necesario que las personas cambien, siempre y cuando sean éstas las que cambien de compañía. De este modo, Penca y Bianchi auditaron las cuentas de Parmalat durante todos esos años. Deloitte & Touch, última compañía auditora, negó toda responsabilidad, aduciendo que se limitaba a revisar la información procedente de las filiales auditadas por otras compañías.

Los analistas financieros, como en el caso de Enron, tampoco detectaron el fraude, bien por incompetencia, bien por seguir la tendencia general, o bien para no causar problemas a los bancos que habían prestado grandes cantidades de dinero a Parmalat.

Los bancos, que en algunos casos tenían grandes préstamos concedidos a Parmalat, pudieron preferir no destapar el asunto porque ellos también tenían mucho que perder.

En el año 2010, varios miembros de la familia Panzi, el CFO de la compañía y otros ejecutivos, fueron declarados culpables del fraude que llevó a la quiebra a Parmalat. El fundador de la compañía, Calisto Tanzi, fue condenado a 18 años de cárcel.

(Melis, 2011; Moloney & Pizzo, 2010; Securities and Exchange Commission, 2003c; Soltani, 2014)

1.2.2.5 Royal Ahold (Holanda)

Antes de su colapso en el año 2003, Royal Ahold era una de las compañías de distribución más grandes del mundo y contaba con 5.606 puntos de venta en 27 países. Su crecimiento fue posible gracias a la adquisición de otras cadenas de distribución, quienes tras el proceso de compra continuaban operando con su propio nombre y su propio equipo gestor. En el año 2002, declaró unos ingresos de 62.700 millones de euros y unas pérdidas de 1.200 millones de euros; de nacionalidad holandesa, cotizaba en el Euronext y en la New York Stock Exchange.

Royal Ahold y sus directivos fueron acusados de prácticas fraudulentas relacionadas con descuentos de proveedores y la consolidación de ciertas joint ventures. Según la SEC, entre los

años 2000 y 2002 Royal Ahold infló sus ingresos en aproximadamente 33.000 millones de euros, el beneficio operativo en 3.600 millones de euros, y el beneficio neto en 900 millones de euros. Para ello se sirvió de dos mecanismos:

Por una parte, una de las filiales americanas de Ahold, US Foodservices, registró fraudulentamente descuentos por volumen y actividades promocionales de proveedores por importe de 700 millones de dólares. El fraude fue posible porque empleados de la compañía preparaban informes falsos para la confirmación de saldos de proveedores que éstos confirmaban durante las auditorías. Las irregularidades salieron a la luz cuando el CFO de uno de los proveedores respondió al auditor que el saldo no era correcto.

Por otra parte, con objeto de aumentar sus ingresos, Ahold consolidó por el método de integración global varias joint ventures a pesar de no tener el control de las mismas. Ahold consiguió engañar a los auditores por la existencia de dos juegos de acuerdos con sus socios. En uno de ellos, las llamadas “control letters”, Ahold asumía el control completo de la joint venture lo que le permitía la consolidación global. En el otro, las llamadas “rescinding letters”, los acuerdos anteriores se cancelaban y ambas partes asumían el control de la compañía. El fraude fue posible porque solo las “control letters” eran mostradas a los auditores. Según la SEC, como resultado de esto, Royal Ahold infló sus ingresos en el año fiscal 1999 por 4.800 millones de euros, en el 2000 por 10.600 millones de euros, y en el 2001 por 12.200 millones de euros. Además, Royal Ahold incrementó su beneficio neto en 222, 448 y 485 millones de euros en 1999, 2000 y 2001 respectivamente.

(Langendijk, 2011; Securities and Exchange Commission, 2004b; Soltani, 2014)

1.2.2.6 Skandia (Suecia)

Skandia, fundada en 1855, era una de las compañías de seguros suecas más antiguas cotizadas en la Bolsa de Estocolmo. Después de muchos años de éxitos, entre 1999 y 2003 se vio sacudida por varios escándalos de diferentes tipos. En mayo de 2003, el Consejo de Administración encargó una investigación independiente a Otto Rydbeck (abogado) y Goran Tidstrom (auditor), con el objeto de aclarar todas las dudas existentes. Tres fueron los aspectos revisados.

El primero fue el relativo a la compra y venta de ciertas partes de la compañía en las que su filial de seguros de vida estuvo implicada. Skandia Life compró (injustificadamente según sus accionista) la división If de Skandia; por otra parte Skandia vendió a un tercero una división que gestionaba los activos de Skandia Life, y por último Skandia Life transfirió a Skandia el exceso de capital del fondo de pensiones de ésta. Los accionistas de Skandia Life demandaron a

Skandia acusándole de utilizar a la compañía para resolver sus problemas de capital, aunque finalmente llegaron a un acuerdo por el que la aseguradora les compensó con 150 millones de euros.

El segundo aspecto en cuestión fue el de los principios aplicados para la valoración de su cartera de seguros. Skandia recibió múltiples quejas de los analistas sobre la opacidad de sus criterios de valoración y la imposibilidad de hacer comparaciones con otros ejercicios y con otras compañías de seguros. Ésto se interpretó como una táctica para declarar año tras año mejores beneficios.

El tercer tema, los abusos cometidos con el sistema de compensación y beneficios de directivos, llevó a los juzgados a varios directivos de Skandia. Por una parte, el CEO de la compañía decidió, sin consultar al Consejo, superar los límites que éste había establecido para dos de los sistemas de incentivos basados en el incremento del valor de la acción. En uno de ellos se superó la cantidad máxima que podía recibir una persona, y en el otro se superó la cantidad máxima a distribuir. Estos cambios no fueron explicados adecuadamente en los informes anuales, y las cifras presentadas en ellos no reflejaban la realidad. Por otra parte, algunos directivos y sus familiares disfrutaron de apartamentos pertenecientes al portfolio de activos de la compañía a precios de alquiler muy por debajo del mercado. Dichos apartamentos, además, fueron reformados y decorados a costa de la compañía, y dichos costes fueron registrados como costes de reestructuración de las oficinas centrales de Skandia.

El CEO de la compañía, Lars-Eric Petersson, fue juzgado y condenado a dos años de prisión, aunque fue declarado inocente por el tribunal de apelación.

(Rimmel & Jonäll, 2011; Rydbeck & Tidstrom, 2003)

1.2.2.7 Vivendi Universal (Francia)

Vivendi, conocida anteriormente como Vivendi Universal, es una compañía del sector de las telecomunicaciones y los medios de comunicación. Aunque comenzó su andadura en 1853 como empresa del sector del agua, con el nombre de Generale des Eaux, en 1976 inició un proceso de diversificación que, a partir de la fundación de Canal + y mediante un gran número de adquisiciones, tenía como objetivo convertirle en un gigante de los medios de comunicación.

En marzo de 2002, en su nota de prensa de presentación de resultados del ejercicio 2001, Vivendi remarcó “los excelentes resultados obtenidos que confirmaban la robustez de las actividades de la compañía a pesar del complicado entorno económico global”, y anunció la

distribución de dividendo. Sin embargo, la realidad no era tal y cuatro meses más tarde tuvo que admitir que la compañía estaba en una situación crítica. Vivendi declaró una pérdida de 13.600 millones de euros en el año 2001, y una deuda acumulada de 37.000 millones de euros. En el año 2002, la pérdida fue de 23.000 millones de euros, y la deuda 12.300 millones. El valor de la acción cayó un 70% y el CEO fue despedido.

Dado que Vivendi también cotizaba en la New York Stock Exchange, la SEC presentó cargos contra la compañía, el CEO y otros directivos por notas de prensa falsas, ajustes contables inapropiados, y falta de transparencia en cuanto a sus obligaciones financieras. Finalmente, se llegó a un acuerdo por el que Vivendi pagó una multa de 50 millones de dólares, los directivos pagaron multas de entre 150.000 a un millón de dólares, y el CEO renunció a la indemnización de 21 millones de euros que tenía pactada.

(Securities and Exchange Commission, 2003a; Soltani, 2014).

1.2.2.8 Otros

Algunas otras compañías europeas que también se vieron implicadas en este tipo de operaciones fueron: EM.TV (Alemania), Finmatica (Italia), Freedomland (Italia), Giacomelli Sports (Italia), Infomatec (Alemania), MLP (Alemania), Versailles (Inglaterra), Wiggins (Inglaterra).

1.2.3 Asia / Pacífico

1.2.3.1 Guangdong Kelon Electric (China)

Guangdong Kelon Electric era uno de los principales fabricantes chinos de línea blanca presente en el ranking de las 100 empresas más grandes de China. Había sido privatizada en el año 2001, y desde ese momento, con Gu Chujun como accionista mayoritario y presidente del consejo, la compañía creció rápidamente, pasando de tener pérdidas de 181 millones de dólares en 2001 a dar beneficios en los años siguientes. No todo el mundo creyó en este milagro y corrían rumores de que la compañía manipulaba sus resultados.

El gigante se vino abajo en el año 2004 cuando Kelon declaró unas pérdidas de 5,5 millones de dólares mientras que en el año 2003 había reportado beneficios por 25 millones de dólares. Ésto levantó una investigación por parte de la China Securities Regulatory Commission que causó el desplome de las acciones de Kelon. El presidente del consejo y otros directivos de la compañía fueron acusados de manipular las cuentas desde el año 2002, inflar los ingresos, reducir las provisiones para incobrables, y malversar unos 36 millones de dólares. Kelon fue multada a pagar

75.000 dólares y los directivos de la compañía también tuvieron que pagar multas entre 6.000 y 37.000 dólares.

Grupos de accionistas demandaron a la compañía que tuvo que resarcirles de sus pérdidas.

(Feng, 2005)

1.2.3.2 HIH Insurance (Australia)

HIH Insurance era el segundo grupo asegurador más grande de Australia y estaba formado por varias compañías que operaban también en Estados Unidos y en Reino Unido. Según sus cuentas anuales del año 2000, los ingresos brutos fueron de 2.800 millones de dólares, con unos activos de 8.000 millones de dólares y unos pasivos de 7.100 millones de dólares. Sin embargo, en marzo de 2001 la compañía presentó un expediente de liquidación provisional que fue confirmado como definitivo por el juzgado el 27 de agosto de 2001. La quiebra de HIH fue considerada la mayor en la historia de Australia y el impacto que ésta causó en el mundo empresarial fue similar al de Enron en Estados Unidos. Muchos particulares se vieron de pronto sin sus seguros obligatorios de hogar o de automóvil, y muchas industrias, especialmente la de la construcción, tuvieron problemas para seguir operando ante la falta de coberturas de sus riesgos.

Tras el colapso de la compañía, el Primer Ministro australiano anunció la creación de una comisión especial para investigar las razones de la quiebra. El informe de la comisión, que fue presentado al Parlamento el 16 de abril de 2003, señalaba las siguientes causas.

- Problemas financieros derivados de reservas insuficientes para hacer frente a los siniestros y la existencia de unos acuerdos de reaseguros que en realidad no traspasaban el riesgo a un tercero.
- Decisiones estratégicas poco acertadas tales como la reentrada en el mercado americano en 1996, la compra de FAI Insurance en 1998, que resultó tener pérdidas inesperadas, y la venta de su línea de negocio más rentable para solventar el problema de falta de liquidez de la compañía.
- Una cultura de empresa que no favorecía las buenas prácticas y una gestión deficiente caracterizada por la falta de atención a los detalles a todos los niveles, falta de responsabilidad sobre el rendimiento de la compañía, falta de integridad de los sistemas y procesos internos, y escasa independencia del Comité de Auditoría. Además, hubo

prácticas contables inapropiadas relacionadas con las reservas para siniestros, los ingresos de los reaseguros y las pérdidas de FAI Insurance.

Varios directivos de HIH fueron juzgados y declarados culpables de cargos de falsedad en la divulgación de información y falta de honestidad en el cumplimiento de sus funciones.

(Carnegie & O'Connell, 2011; Australia. HIH Royal Commission, 2003)

1.2.3.3 Kanebo (Japón)

El caso de Kanebo se suele describir como el Enron japonés, ya que fue el mayor caso de manipulación de estados financieros en Japón y tuvo consecuencias similares: la desaparición de la compañía auditora (ChuoAoyama PricewaterhouseCoopers) y la promulgación de una ley similar a la Sarbanes-Oxley americana para la mejora del control interno de las grandes corporaciones.

Kanebo era una compañía del sector textil y de cosméticos con más de cien años de historia. En 1994, Kanebo declaró pérdidas por primera vez en su historia, y a pesar de que en 1998 un nuevo equipo directivo reestructuró la compañía, la división textil seguía teniendo pérdidas y sus malos resultados arrastraban a toda la compañía.

Sin embargo, en abril de 2005 se supo que la situación financiera de Kanebo era mucho peor de lo que se pensaba. El equipo directivo había ocultado pérdidas de 81.900 millones de yenes en 2001 y 80.600 millones de yenes en 2002. Entre los años 2000 y 2004, los ingresos se habían inflado en 215 millones de yenes. El mecanismo utilizado para ello había sido variado: Kanebo vendía mercancía a final de año con el acuerdo de recomprarlo al comienzo del próximo ejercicio; no registraba pérdidas por stocks obsoletos; difería gastos al siguiente ejercicio y adelantaba ingresos del año siguiente; incluso, en una ocasión, vendió una filial a un tercero con el compromiso de recompra en el siguiente ejercicio para no tener que consolidar sus pérdidas en el ejercicio en curso.

Cuando Kanebo anunció que iba a ajustar sus cuentas para el período 2000-2004, la bolsa de Tokio decidió suspender su cotización y arrestar a los dos principales directivos de la compañía, quienes meses más tarde fueron juzgados y condenados a prisión, aunque la sentencia no se ejecutó.

Por otra parte, tres auditores fueron condenados a prisión (la sentencia no se ejecutó) y la compañía auditora desapareció, aunque el personal fue transferido a otras firmas.

La división de cosméticos de Kanebo fue reestructurada, salió a flote y fue comprada por Kao.

(Suda, 2011)

1.2.3.4 Otros

Otras compañías de la región que también se vieron implicadas en situaciones de este tipo fueron Harris Sharfe (Australia), Jinzhou Port (China), Livedoor (Japon), Morimoto-gumi (Japón), One.Tel (Australia), Sichuan Electrical (China), Zhang Jia Jie Tourism Developmet (China), Zhenzou Baiwen (China).

1.2.4 Consecuencia: necesidad de transparencia

En general, todos los casos anteriores se achacaron entonces a fallos en el gobierno corporativo y hubo un fuerte movimiento reclamando cambios importantes en las legislaciones que garantizaran que situaciones como las mencionadas no volviesen a ocurrir (Fernández de Araoz Gómez-Acebo, Alejandro, 2006).

En Europa, durante la Presidencia española del Consejo Europeo, una de las conclusiones de la reunión en Barcelona de los días 15 y 16 de marzo de 2002 fue:

“El buen gobierno de las empresas es fundamental para la eficiencia de la economía debido a sus repercusiones sobre la gestión empresarial, la confianza, la inversión y los flujos de capital. El Consejo alienta a los Estados miembros a que tomen medidas para garantizar la transparencia de la gestión y la contabilidad y a que protejan a accionistas y otros interesados”.

(Presidencia del Consejo Europeo, 2002)

En Estados Unidos, el “Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs” del Senado, presidido por el senador Paul S. Sarbanes, abrió una investigación cuyo objetivo último era proteger a los inversores y asegurar un funcionamiento eficiente de los mercados de capitales. En su discurso de apertura, describió cómo el caso Enron y otros similares habían tenido un serio impacto en la confianza de los inversores en los mercados; se trataba, por tanto, de devolver esa confianza a los inversores, vital para una economía saneada y robusta.

“El Comité escuchará a una amplia variedad de personas con una larga trayectoria en su área de experiencia y seguiremos sus recomendaciones para tratar de minimizar la posibilidad de que hechos como los ocurridos vuelvan a suceder”.

Además, remarcó también la importancia de la transparencia:

“Dado que los inversores toman decisiones financieras que afectan significativamente a sus vidas y que determinan el bienestar de sus familias, deben poder confiar en que la información que reciben sea completa, precisa, comprensible y en tiempo adecuado”.

(United States Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2002)

El Financial Stability Forum, en sus reuniones de 2002, marzo en Hong Kong y septiembre en Toronto, discutió también las repercusiones que la pérdida de confianza, surgida como consecuencia de los numerosos escándalos corporativos recientes, había tenido en los mercados. En sus conclusiones, resaltó la importancia de que los esfuerzos que ya algunos gobiernos y reguladores estaban llevando a cabo en materia de gobierno corporativo, estándares contables, prácticas de auditoría, transparencia y agencias de calificación, fuesen homogéneos entre todos los países y sectores económicos (Financial Stability Forum, 2002).

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en su reunión de ministros de los días 15 y 16 de mayo de 2002, también abordó el tema de la integridad y la transparencia, describiéndolos como dos elementos básicos para la salud y la estabilidad de la economía, y resaltando el importante papel de los gobiernos y organismos reguladores para mantener la confianza de los inversores y proteger a los accionistas. Además, acordó hacer una revisión de las mejores prácticas existentes en materia de gobierno corporativo y actualizar los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE de 1999.

“La implantación de mejores prácticas en áreas de gobierno corporativo y gestión financiera supone una combinación bien equilibrada entre la regulación impuesta desde los gobiernos y la auto-regulación de las propias empresas. Buscamos mejorar dicho gobierno corporativo para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas y de este modo fortalecer la confianza de los inversores y la estabilidad y resistencia de los mercados de capitales. Es esencial la imposición efectiva de ciertas normas en materia de gobierno corporativo.”

(Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2002)

Asimismo, la International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), que agrupa a los reguladores nacionales de los mercados de valores, creó un subcomité para revisar aspectos relacionados con la normativa contable, la divulgación de información y la transparencia, el papel de las agencias de calificación y el tratamiento de las transacciones fuera de balance.

1.3 Período 2006 – 2010: la crisis financiera global

En este período, se gestó una de las crisis más importantes desde el crack del 29: la Crisis Financiera Global de los años 2007-2008, que volvió a achacarse otra vez a fallos en el gobierno corporativo y a una asunción excesiva de riesgos por parte de las entidades financieras (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2009).

1.3.1 Crisis de las hipotecas subprime

Wiggins, Piontek y Metrick (Wiggins, Piontek, & Metrick, 2014; Wiggins & Metrick, 2015) proporcionan una interesante visión de cómo se gestó la crisis financiera de esos años en su serie de artículos “The Lehman Brothers Bankruptcy”. En ellos, describen cómo a finales de los 90 y principios de los 00 se había producido en los mercados emergentes y países productores de materias primas un exceso de liquidez ávido de inversiones seguras en deuda soberana o bonos del estado. Paralelamente, el importante crecimiento de grupos de inversores institucionales, tales como planes de pensiones, fondos de inversión, etc, también generó mayor demanda de este tipo de activos seguros. Al mismo tiempo, el boom inmobiliario y los bajos tipos de interés en Estados Unidos dieron lugar a un amplio mercado de instrumentos derivados financieros donde los Mortgage Backed Securities (MBS), o lo que es lo mismo, los valores respaldados con hipotecas, se hicieron muy populares. Los bancos comerciales y de inversión financiaban la compra de las hipotecas con la venta de los MBS, los cuales proporcionaban a los inversores los ingresos procedentes del pago de dichas hipotecas subyacentes. Dado que el sector inmobiliario tradicionalmente se había considerado una inversión estable, y que además, la mayor parte de las hipotecas se consideraban de bajo riesgo, estos MBS fueron bien recibidos en el mercado. Adicionalmente, los MBSs se dividían en tramos que tenían diferentes planes de pagos y garantías, y consecuentemente, diferentes calificaciones de las agencias de rating, de modo que los inversores podían elegir el nivel de riesgo con el que invertir. Como la demanda continuaba, las bancos empezaron a combinar estos MBS con otros Assets Backed Securities (ABS, valores respaldados por activos) tales como cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, créditos para coches y para estudios, ...creando unos nuevos derivados financieros que se denominaron Collateralized Debt Obligations (CDO), y que generalmente incluían los tramos de menor calidad de las MBS. Estos CDO volvían a su vez a dividirse en tramos, de modo que los de mayor liquidez recibían otra vez buenas calificaciones de las agencias.

Entre los años 2002 y 2007, el mercado de las hipotecas subprime se disparó y los bancos comenzaron a incluir en los MBSs y CDOs no solo hipotecas sin riesgo, sino también otras

subprime de mayor riesgo, y poco a poco fueron rebajando los estándares relativos a la cantidad de hipotecas subprime que podían ser empaquetadas en los MBS, y en consecuencia en los CDOs.

Los CDOs se vendieron activamente en todo el mundo, y empezaron a utilizarse habitualmente como garantía de las transacciones de recompra en el shadow banking, “mercado bancario en la sombra”, existente entre bancos de inversión, inversores institucionales y hedge funds.

El problema comenzó en 2006 cuando el mercado inmobiliario empezó a declinar y aumentaron los impagos, especialmente en el sector subprime. Durante la primera mitad de 2007, algunas entidades dedicadas al crédito hipotecario quebraron y muchas otras empezaron a intuir importantes pérdidas. El 31 de julio de 2007, Bear Stearns anunció que dos de sus hedge funds, basados en hipotecas subprime, habían perdido prácticamente todo su valor. Un gran número de MBSs y CDOs sufrieron una importante rebaja en su calificación, y una sensación de pánico se adueñó del mercado pues no estaba claro quién tenía dichos valores y cuál era la magnitud del riesgo al que estaban expuestos. Debido a estas incertidumbres el mercado de crédito se restringió y los inversores trataron de recuperar masivamente su liquidez, los CDOs no se admitían en las operaciones de recompra, e incluso el mercado de pagarés se resintió pues los inversores temían el efecto de las hipotecas subprimes en las carteras de valores de las empresas. La limitación de crédito hizo que quienes necesitaban financiación tuvieran que vender activos, pero dado que el mercado solo aceptaba activos de alta calidad, éste se inundó de ellos a bajos precios, con lo cual todavía se rebajó más el precio de los mismos.

Esta crisis fue un factor fundamental para la quiebra de Lehman Brothers que tendría lugar en 2008 y que abrió la segunda parte de la crisis financiera.

1.3.2 Lehman Brothers

A medida que el negocio de las MBS fue creciendo y haciéndose más rentable, Lehman Brothers, al igual que otros bancos de inversión, decidió ampliar sus operaciones entrando en el mercado de la concesión de créditos hipotecarios. Además, en 2006, a pesar de que el mercado inmobiliario había comenzado a mostrar síntomas de agotamiento, Lehman Brothers puso en marcha una nueva estrategia consistente en quedarse como inversiones propias parte de los activos que compraba, con objeto de beneficiarse de la rentabilidad que generasen. A mediados de 2006, cuando los precios inmobiliarios empezaron a bajar en Estados Unidos y ya algunos comenzaban a salirse de ese mercado, Lehman seguía generando hipotecas subprime y comprando activos relacionados con el sector, de tal modo que a finales de 2007 Lehman había

pasado de tener 52.000 millones de dólares en activos relacionados con el sector inmobiliario a 111.000 millones, lo que representaba cuatro veces su capital.

Las dudas en cuanto a Lehman iban creciendo debido a la falta de liquidez de sus activos y a las pérdidas que otras compañías en ese sector estaban declarando. Además, tenía un fuerte problema de apalancamiento que las agencias de calificación pedían eliminar. Para ello, Lehman decidió vender activos, pero dada la situación del mercado no resultaba posible hacerlo a un precio razonable. La opción de bajar el precio estaba descartada pues ello les habría obligado a rebajar la valoración del resto de activos y declarar importantes pérdidas (como no les quedó más remedio que hacer un año más tarde). Para ganar tiempo, Lehman sobrepasó todos sus límites de riesgo, agotó sus reservas de liquidez y manipuló sus tests de stress internos no incluyendo los activos de mayor riesgo. Pero sobre todo, puso en marcha las transacciones de recompra denominadas Repo 105 con las que maquillaron su balance y su ratio de deuda, haciéndolos parecer mucho mejor de lo que eran.

Una transacción de recompra (repo) es un préstamo a corto plazo que está garantizado por un activo que se entrega al prestamista como garantía y que el prestatario recupera al liquidar el préstamo. Generalmente, estas transacciones se tratan como un préstamo con garantía manteniendo el activo en el balance. Sin embargo, Lehman las trató como venta de activos consiguiendo así eliminarlos de su balance. Lehman “vendía” sus activos, y con la tesorería recibida en la operación cancelaba deuda pre-existente; de este modo, al cierre de trimestre había conseguido reducir el ratio de endeudamiento. Una vez pasado el cierre, volvía a endeudarse para “recomprar” de nuevo el activo, por lo que su nivel de endeudamiento volvía a los niveles anteriores a la operación repo. Para conseguir que las transacciones repo pudiesen tener el tratamiento contable deseado, Lehman se valió de dos tretas. Por una parte, el activo utilizado como garantía estaba valorado en un 105% del importe del préstamo (de ahí el nombre de Repo 105), lo que hacía que se pudiese considerar que Lehman perdía el control de dichos activos porque el dinero recibido a cambio no era suficiente para adquirir activos de características similares durante el período de vigencia de la operación. Por otra parte, todas las operaciones de Repo 105 se llevaron a cabo desde una filial británica, ya que allí habían conseguido un informe jurídico que apoyaba la tesis de que los activos entregados al prestamista quedaban fuera del alcance de los acreedores incluso en caso de quiebra de la entidad. Estas operaciones de repo consiguieron eliminar hasta 50.000 millones de dólares del balance en los cierres de trimestre, con una absoluta opacidad, ya que la información suministrada a la SEC ni explicaba el tratamiento contable de las transacciones ni reconocía la obligación de recomprar en el trimestre siguiente una parte muy importante de los activos vendidos en el trimestre anterior.

Una vez más los auditores, en este caso Ernst & Young, toleraron estas irregularidades sin informar de ellas al Comité de Auditoría (Illueca Muñoz, 2010).

Adicionalmente, Lehman tenía un serio problema de liquidez que cada vez era mayor a medida que perdía la confianza de los mercados. A principios de 2008, muchas instituciones, o bien no aceptaban las garantías de Lehman, o bien pedían garantías superiores por los préstamos concedidos. Tras el colapso de Bear Stearns, empezaron a circular rumores de que Lehman sería el siguiente en caer, con lo que su posición crediticia empeoró aún más.

Los directivos de Lehman trataron de buscar alguna solución y consideraron varias opciones tales como una ampliación de capital, el aislamiento de los activos tóxicos en una nueva entidad, la compra por parte de Korea Development Bank, o incluso el apoyo del gobierno, como había ocurrido con Bear Stearns, a quien había facilitado su adquisición por JP Morgan. La solución no llegaba; en el segundo trimestre Lehman declaró un ajuste de 3.700 millones de dólares relativos a su cartera de activos hipotecarios y unas pérdidas de 2.800 millones. El 10 de septiembre de 2008, anunció un ajuste de 5.600 millones de dólares y unas pérdidas de 3.930 millones de dólares para el tercer trimestre de 2008. También anunció la creación de una nueva compañía para alojar los 50.000 millones de dólares de activos tóxicos, pero estos anuncios no tuvieron el efecto deseado. La agencia Moody's declaró que rebajaría la calificación de Lehman si no se anunciaba rápidamente un acuerdo estratégico con un socio financiero solvente. El 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers no pudo conseguir financiación para sus operaciones diarias y presentó su declaración de bancarrota.

Las consecuencias para el sistema financiero mundial, ya debilitado por la crisis de las hipotecas subprime, no se hicieron esperar. Todos aquellos que tenían contratos con Lehman empezaron a valorar su exposición y anunciaron pérdidas por millones de dólares. El mercado de crédito se constriñó aún más y las entidades financieras más débiles empezaron a caer. Los índices bursátiles se desplomaron y toda la economía mundial se vio afectada.

1.3.3 Consecuencia: necesidad de gestionar los riesgos adecuadamente

En el año 2009, se formó la "Financial Crisis Inquiry Commission", por el mandato de la Fraud Enforcement and Recovery Act (Public Law 111-21), cuyo objetivo fue analizar las causas de la crisis financiera y económica en Estados Unidos. Sus resultados fueron publicados en el año 2011 con las siguientes conclusiones:

“1. La crisis se pudo evitar. 2. Los fallos en la regulación y la supervisión financiera resultaron devastadores para la estabilidad de los mercados financieros. 3. Los terribles fallos en el gobierno corporativo y en la gestión de riesgos de entidades financieras sistémicamente importantes fueron causas determinantes de la crisis. 4. La combinación de crédito excesivo, inversiones arriesgadas y falta de transparencia pusieron al sistema financiero en rumbo directo hacia la crisis. 5. El gobierno no estaba preparado para la crisis y su respuesta inconsistente aumentó la incertidumbre y el pánico de los mercados financieros. 6. Hubo un fallo sistémico de la ética y el sentido de la responsabilidad. 7. La rebaja de los estándares para la concesión de créditos así como la cadena de titularización de hipotecas encendieron y alimentaron el fuego del contagio. 8. Los derivados over the counter (fuera de mercado oficial) contribuyeron significativamente a la crisis. 9. Los fallos de las agencias de rating fueron engranajes esenciales en la rueda de la destrucción financiera” (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011).

Es interesante preguntarse qué llevó a las entidades financieras a asumir los altos niveles de riesgo que se han identificado como causa de la crisis. Adelson responde a la pregunta señalando lo siguiente: a) la transformación de los bancos de inversión de sociedades de responsabilidad ilimitada en sociedades anónimas rebajó la responsabilidad de sus ejecutivos sobre las posibles pérdidas y alentó estrategias más arriesgadas; b) la liberalización de los mercados financieros y la confianza en su capacidad de autorregulación abrió importantes fallas en la supervisión, especialmente del shadow banking y de los derivados over the counter; c) la proliferación y excesiva confianza en las herramientas de cálculo para diseñar y analizar productos financieros provocaron un aumento del uso de la titularización y los derivados, en el convencimiento de que el riesgo estaba controlado; d) las tres causas ya señaladas, unidas a las altas remuneraciones de los ejecutivos de los bancos de inversión, hizo que la banca comercial tratase de emular las actividades y comportamientos de la de inversión, con lo que la cultura del riesgo se extendió por toda la industria financiera; e) la globalización facilitó que el apalancamiento y el apetito por el riesgo se diseminase por las principales empresas financieras del mundo desarrollado (Adelson, 2013).

En febrero de 2009, la OCDE señaló, en su documento “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis”, que los fallos en el gobierno corporativo y en la gestión de riesgos habían sido las causas principales de la crisis. En concreto señalaba las siguientes causas: a) fallos en el gobierno corporativo de las entidades financieras que les expusieron a los excesivos riesgos que estaban asumiendo, b) fallos de los sistemas de gestión de riesgos por la escasa

visibilidad de los consejos de administración a los riesgos asumidos; c) escasa divulgación de los factores de riesgo predecibles y de los sistemas para gestionarlos; d) criterios contables y requerimientos regulatorios insuficientes; y por último, e) esquemas retributivos que primaban la asunción de riesgos pero que estaban alejados de la estrategia e intereses a largo plazo de la compañía. Adicionalmente, el informe remarcaba que estos temas no eran solo importantes para entidades financieras sino que también eran aspectos básicos relativos al buen gobierno de las grandes empresas (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2009).

Es evidente que a consecuencia de las crisis de confianza que supusieron las irregularidades contables de compañías tales como Enron, Parmalat, Worldcom, etc... y por la preocupación generalizada respecto a la gestión del riesgos surgida durante la Crisis Financiera Global de 2007-2009, la práctica de la gestión de riesgos y la divulgación de los mismos en los informes anuales recibió un fuerte impulso (Probohudono, Tower, & Rusmin Rusmin, 2013).

Ya en 2003, se indicaba que la falta de información sobre riesgos era uno de los principales puntos débiles de la información financiera divulgada por las compañías, ya que ésta no incluía los riesgos a los que la compañía estaba expuesta y que podían afectar a los beneficios futuros de la misma (Cabedo & Tirado, 2004). Poco después, el Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) publicó su metodología para la gestión de riesgos denominada Enterprise Risk Management – Integrated Framework. En su prólogo, señalaba que debido a los recientes escándalos financieros en los que inversores, empleados y otras partes interesadas habían sufrido grandes pérdidas, había surgido una importante necesidad de mejorar el gobierno corporativo y la gestión del riesgo, por lo que una metodología para la gestión corporativa del riesgo que proporcionase unos principios básicos, unos conceptos claros y unas directrices claras, resultaba extremadamente interesante (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2004).

Por otra parte, la demanda de más información, especialmente en la parte no financiera del informe anual, fue aumentando (Cole & Jones, 2005), incluyendo la información sobre riesgos (Amran, Abdul Manaf, & Bin Che Haat, 2008), y no solo para entidades financieras, esto es, bancos y compañías de seguros, sino también para empresas de sectores no financieros (Dobler, 2008).

También el Parlamento Europeo señaló (Comisión de Asuntos Jurídicos del Parlamento Europeo, 2013)

“La actual crisis económica mundial tuvo su origen en errores fundamentales en relación con la transparencia, la rendición de cuentas, la responsabilidad y en una visión a corto plazo”.

Y la OCDE indicó en su documento “Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles “ (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2010):

“El proceso de gestión de riesgos y el resultado de la evaluación de los mismos debe ser divulgado adecuadamente de un modo transparente y comprensible. Se deben divulgar especialmente aquellos factores de riesgo que sean más relevantes para la estrategia de la compañía”

2 Transparencia y divulgación de información

2.1 Introducción

Existe un acuerdo bastante unánime en la definición de transparencia informativa, tanto en su concepción más genérica como en su aplicación al entorno empresarial. Por citar algunos ejemplos, Vishwanath y Kaufmann definen transparencia como el flujo oportuno y fiable de información económica, social y política, y describen la falta de transparencia como el hecho de que alguien, bien un mandatario, organismo público o una empresa, deliberadamente retenga o no presente adecuadamente una información, o no garantice que la información suministrada tiene la necesaria calidad y relevancia (Vishwanath & Kaufmann, 1999). Asimismo, la ONG Transparencia Internacional define transparencia como la cualidad de un gobierno, empresa, organización o persona, de ser abierta en la divulgación de información, normas, planes, procesos y acciones (Transparencia Internacional, 2009). Y la OCDE entiende la transparencia como un concepto relacionado con la posibilidad de que la información real de una empresa, gobierno u organización, pueda ser consultada por los diferentes sujetos afectados por ella.

Si nos centramos en el entorno empresarial, la transparencia corporativa se define como la disponibilidad de información relevante y fiable sobre las empresas cotizadas, especialmente en todo lo relativo a su rendimiento periódico, posición financiera, oportunidades de inversión, gobierno corporativo, valor y riesgos (Bushman & Smith, 2003), con la particularidad de que dicha información debe estar también disponible para aquellos que son ajenos a la empresa (Bushman, Piotroski, & Smith, 2004). Asimismo, en 2003, el Informe Aldama asoció el principio de transparencia con la difusión de información amplia y fiable (Comisión Aldama, 2003); y Standard and Poor's, en su GAMMA (Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis) Score de 2008 para mercados emergentes, definió transparencia como la divulgación, en el momento oportuno, de información relativa al desempeño operativo y financiero de una compañía, así como de sus prácticas de gobierno corporativo.

Adicionalmente, todas las definiciones coinciden en señalar que la información debe estar ampliamente disponible, debe ser accesible de manera equitativa y simétrica, en tiempo útil, debe ser relevante, y además completa, correcta, consistente y clara.

Desde una perspectiva histórica, vemos que, por ejemplo, la regulación de la divulgación de información obligatoria para las sociedades cotizadas en Estados Unidos no apareció hasta después del crack del 29. Hasta ese momento, la regulación del mercado de valores había sido

prácticamente inexistente. Incluso después de la Primera Guerra Mundial, cuando más de 20 millones de inversores de todos los tamaños y condiciones decidieron entrar en el mercado de valores para beneficiarse de la prosperidad reinante, todas las propuestas para regular la divulgación de información financiera, y para prevenir la venta fraudulenta de valores, fueron ignoradas.

Sin embargo, tras el crack de octubre de 1929, y durante la consiguiente Gran Depresión, en la que los pequeños y grandes inversores, así como los bancos que les habían prestado el dinero, perdieron enormes cantidades de dinero, las autoridades de la época consideraron que, con objeto de conseguir la reactivación de la economía, debía restablecerse la confianza de los estadounidenses en el mercado de capitales. Para ello, se aprobaron, bajo el mandato de Franklin Delano Roosevelt, la Securities Act of 1933 y la Securities Exchange Act of 1934, cuyos fines eran proporcionar a los inversores información fiable, y establecer reglas claras para la negociación de valores. Estas leyes obligan, por una parte, a las empresas cotizadas a explicar al público la verdad acerca de sus negocios, de los valores que están ofreciendo al mercado y de los riesgos que los inversores asumen; y por otra, a aquellos que negocian acciones (agentes, bolsas de valores,..) a tratar honestamente a los inversores, anteponiendo siempre los intereses de éstos (Securities and Exchange Commission, 2015).

En España, hubo que esperar hasta 1951 para que se publicase la primera ley española sobre sociedades anónimas. La Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas pretendía establecer un régimen completo que ordenase la sociedad por acciones en todos los momentos de su vida. Esta ley implantó la divulgación obligatoria de información para este tipo de sociedades, señalando el balance como el elemento básico que *“garantiza a la sociedad la estabilidad de su capital, permite a los accionistas conocer fielmente los resultados del ejercicio y por ende, poder censurar con pleno conocimiento de causa la gestión de los administradores, y por último, ofrece al tercero que contrate con la sociedad, una representación exacta de la garantía que ésta ofrece para responder al cumplimiento de las obligaciones que ha contraído o va a contraer a su favor”*. Adicionalmente, señalaba la importancia de las sociedades anónimas en la economía nacional, y por lo tanto, el interés de la información del balance, no solo para los accionistas y los acreedores, sino para el Estado y el público en general. En este contexto, los artículos 108 y 110 de dicha ley establecían que el Consejo de Administración pondría a disposición de los accionistas, en el domicilio social, quince días antes de la celebración de la Junta General, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta sobre distribución de los beneficios, la memoria y el informe de los accionistas censores de cuentas.

2.2 Los hechos que han impulsado la transparencia corporativa

No obstante, como ya se ha explicado anteriormente, a pesar de la legislación existente en materia de contabilidad y transparencia, durante la primera década de este siglo se produjeron un gran número de escándalos empresariales en todo el mundo. Todos estos casos se caracterizaron por la repentina insolvencia de sociedades que supuestamente tenían una situación financiera sólida pero que, como posteriormente se descubrió, estaban basadas en modelos contables y estructuras empresariales de carácter fraudulento.

En Estados Unidos, la respuesta a estos hechos fue el desarrollo de una serie de reformas en el ámbito del gobierno corporativo, que incluyeron:

- La aprobación de la Sarbanes-Oxley Act of 2002 que, con sus nuevos requerimientos en el área de gobierno corporativo y transparencia, puede considerarse, según dijo el presidente George W. Bush en su ratificación, la reforma más profunda en prácticas empresariales desde los tiempos de Franklin Delano Roosevelt.
- La nueva lista de requisitos para las sociedades cotizadas en la New York Stock Exchange.
- El incremento de la influencia de los índices de evaluación de gobierno corporativo desarrollados por agencias privadas de calificación y proxy advisors.

Estas reformas recogieron cambios en tres ámbitos: la auditoría y contabilidad, el Consejo de Administración, y el control interno y la transparencia financiera hacia los socios y otros inversores públicos. El objetivo perseguido con los cambios en este último campo era que los inversores, al disponer de mejor información, pudieran comprar, vender, votar, o incluso demandar, de manera más efectiva, lo cual reduciría el número de decisiones inversoras erróneas, los fallos de estimación de los precios de los valores y, en consecuencia, los fraudes y escándalos. La reformas propuestas tenían el objetivo de mejorar los deberes de transparencia en áreas en las que generalmente quedaban “cabos sueltos”, es decir, en áreas donde podría ser especialmente probable que los estados financieros fuesen engañosos, defectuosamente fundados, o incluso fraudulentos; por ejemplo, acuerdos fuera de balance, políticas contables económicamente significativas que dependen de las estimaciones y juicios de los gestores, contratos con sujetos vinculados, etc. (Clark, 2006)

En España, la reacción fué, por una parte, la publicación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la que se exige mayor transparencia en la información financiera a las entidades emisoras de valores, y por otra, la creación de la Comisión

Aldama, cuyo informe sentó las bases para la Ley 26/2003, de 17 de julio. Con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, esta ley modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Por lo tanto, la demanda de transparencia surgió como un antídoto contra la corrupción. La transparencia garantiza el derecho a la información, y aunque habitualmente se entiende por corrupción el abuso de poder en el sector público en beneficio particular, cada vez es más importante el concepto de corrupción en el sector privado (Lizcano Alvarez, 2013). Así, de igual manera que ocurre en el sector público, debido a los escándalos de corrupción y fraude, cada vez más agentes que se relacionan con las empresas, desde accionistas hasta consumidores, demandan una mayor transparencia en la información presentada (Perramon Costa, 2013).

Sin embargo, hay que tener en cuenta que, aún cuando las irregularidades contables fueron una de las fuerzas que empujaron a las empresas a incrementar su transparencia con objeto de reducir la desconfianza de los usuarios, en realidad, el desarrollo de los mercados, a través de la globalización de sus actividades y la complejidad de las inversiones, ha sido el principal impulsor de una mayor necesidad de divulgación de información (Blanco Dopico, Hernández Madrigal & Aibar Guzmán, 2009).

En este sentido, la Comisión Aldama, Rivero Torre y el Consejo Estatal para la Responsabilidad Social de las Empresas (CERSE), coinciden al señalar la globalización y el desarrollo de las tecnologías de la información como uno de los principales factores que han marcado este cambio. El proceso de globalización, que ha supuesto la integración de los mercados de capitales en un mercado mundial, con posibilidades de comunicación global en tiempo real mediante las tecnologías de la información, con acceso a fondos de capital de las más variadas procedencias, y en condiciones de gran incertidumbre, hace necesario el principio de máxima transparencia (Comisión Aldama, 2003). Además, la sociedad cuenta con más información y es más interactiva y participativa, conoce mejor a las empresas, y es más exigente con su actividad (Rivero Torre, 2005). Asimismo, las empresas/organizaciones de mayor tamaño, con mayor influencia socioeconómica, y aquellas cuya cadena de suministro y distribución se extiende por varios países, están experimentando una creciente presión por un mayor nivel de transparencia en su actuación internacional, especialmente en lo que se refiere a su posible impacto medioambiental y social (Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas, 2011).

Por otra parte, la creciente complejidad de las organizaciones, sus estrategias de negocio y operaciones, y las regulaciones en el entorno empresarial, hacen que la información financiera

que tradicionalmente se publicaba sea cada vez menos útil para sus usuarios, siendo necesario un volumen mucho mayor de información para ayudarles realmente en su proceso de toma de decisiones (Rodríguez Domínguez & Nogra Gámez, 2014).

Asimismo, la OCDE recoge en sus Principios de Gobierno Corporativo que un régimen divulgativo fuerte es una característica fundamental para la monitorización de las sociedades cotizadas, y es esencial para que los accionistas puedan ejercitar sus derechos de propiedad de forma documentada. Es también un poderoso instrumento para influir en el comportamiento de las empresas y proteger a los inversores; ayuda a atraer capital y a mantener la confianza de los mercados; permite a los accionistas evaluar la eficacia de la gestión y adoptar decisiones documentadas. Por el contrario, la divulgación escasa puede incitar a un comportamiento poco ético, suponiendo un alto coste, no solo para la sociedad y sus accionistas, sino para la economía en su conjunto. En general, la información escasa o confusa merma la capacidad de funcionamiento de los mercados, incrementa el coste de capital y genera una mala asignación de los recursos (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2004).

2.3 La divulgación de información bajo el marco regulatorio español

En 1989, con la reforma implantada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, por la que se adaptó a la legislación mercantil española la Cuarta Directiva 78/660/CEE, de 25 de julio de 1978, sobre las cuentas anuales de las sociedades de capitales, se revisó el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas y el Reglamento del Registro Mercantil, modificando y modernizando sustancialmente el régimen legal sobre información contable y la contabilidad de las empresas.

La Cuarta Directiva 78/660/CEE se había establecido con el objetivo de responder a la necesidad de coordinar las normas nacionales relativas a la estructura, al contenido, y a la publicidad de las cuentas anuales para las sociedades anónimas, así como de las sociedades comanditarias por acciones y las sociedades de responsabilidad limitada.

La Directiva introdujo las líneas generales que habían de seguir las cuentas anuales: los documentos que comprenden (balance, cuenta de pérdidas y ganancias y memoria) y su unidad, el concepto de transmisión de imagen fiel, la obligación de establecer una información complementaria si dicha imagen fiel no se consiguiese con las disposiciones legales, y la inaplicación de toda disposición legal que fuese contraria a esta imagen fiel. Asimismo, estableció la estructura del balance y de la cuenta de resultados, las diferentes partidas de ambos y sus normas de valoración, el contenido de la memoria y del informe de gestión, la obligatoriedad de

que las cuentas anuales y el informe de gestión fuesen revisados por auditores de cuentas, y determinadas normas relativas a la publicación de información.

Adicionalmente, en 1988 se había publicado la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, cuya aspiración era ordenar el mercado de valores con el objetivo de potenciarlo y ponerlo en las condiciones adecuadas ante la perspectiva de un mercado de capitales europeo en 1992.

Tras sucesivas modificaciones, el marco regulatorio español actual para las empresas cotizadas contempla los cuatro pilares que constituyen la información empresarial: las cuentas anuales, la información de gobierno corporativo, la información sobre responsabilidad social y la información al mercado (Figura 2.1). Resulta interesante hacer un pequeño repaso a la legislación española (Tabla 2.1) para identificar las principales características de cada uno de estos pilares.

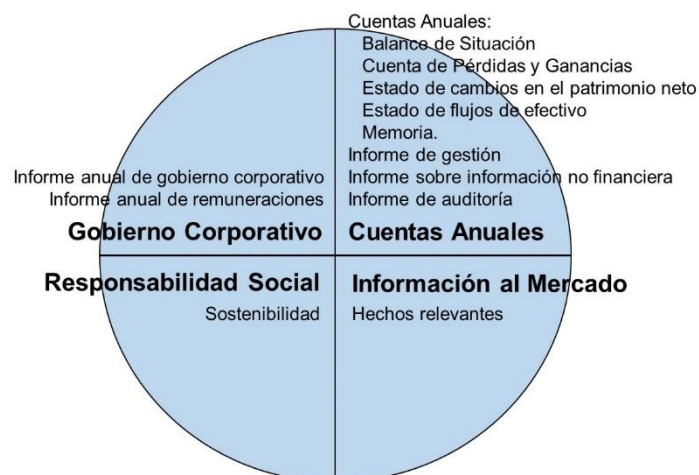


Figura 2.1: Información periódica de las sociedades anónimas cotizadas españolas.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

2.3.1 Cuentas anuales

Las cuentas anuales son los documentos que recogen la información financiera de la empresa y muestran la imagen fiel del patrimonio, situación financiera y resultados de la misma.

Agrupamos bajo el concepto de cuentas anuales, no solo la información que según el artículo 34 del Código de Comercio o el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre constituyen las cuentas anuales (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo y memoria), sino también la información que debe acompañarlas en su presentación en el Registro Mercantil,

Transparencia y divulgación de información

Cuentas Anuales			
Cuentas Anuales	Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre Plan General de Contabilidad Tercera Parte	Orden del Ministerio de Justicia JUS/319/2018 de 21 de marzo	
Memoria	Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio Ley de Sociedades de Capital Artículo 260	Orden del Ministerio de Justicia JUS/319/2018 de 21 de marzo	
Informe de Gestión (incluye información no financiera)	Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio Ley de Sociedades de Capital Artículo 262		CNMV Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas, 2013
Informe de Auditoría	Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio Ley de Sociedades de Capital Artículo 269		
Gobierno Corporativo			
Informe anual de gobierno corporativo	Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio Ley de Sociedades de Capital Artículo 540	Orden del Ministerio de Economía y Competitividad ECC/461/2013 de 20 de marzo	CNMV Circular 5/2013 de 12 de junio
Informe anual de remuneraciones	Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio Ley de Sociedades de Capital Artículo 541	Orden del Ministerio de Economía y Competitividad ECC/461/2013 de 20 de marzo	CNMV Circular 4/2013 de 12 de junio
Responsabilidad Social			
Sostenibilidad	Ley 2/2011 de 4 de marzo Ley de Economía Sostenible Artículo 39	Orden del Ministerio de Empleo y Seguridad Social ESS/1554/2016 de 29 de septiembre	CERSE Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad, 2011
Información al Mercado			
Hechos relevantes	Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre Ley del Mercado de Valores Artículo 227	Orden del Ministerio de Economía y Hacienda EHA/1421/2009 de 1 de Junio	CNMV Circular 4/2009 de 4 de noviembre

Tabla 2.1: Legislación española aplicable y desarrollos adicionales en vigor para las sociedades anónimas cotizadas.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

según regula la Orden JUS/319/2018, de 21 de marzo, del Ministerio de Justicia. Este concepto ampliado de cuentas anuales incluye:

1. Instancia de presentación de las cuentas.
2. Hoja de datos generales de identificación.
3. Declaración medioambiental.
4. Modelo de autocartera.
5. Declaración de identificación del titular real.
6. Las cuentas anuales
 - a. Balance
 - b. Cuenta de Pérdidas y Ganancias
 - c. Estado de cambios en el patrimonio neto.
 - d. Estado de flujos de efectivo.
 - e. Memoria.
7. Certificación de la aprobación de las cuentas anuales, conteniendo la aplicación de resultados.
8. Informe de gestión.
9. Informe sobre información no financiera
10. Informe de auditoría, cuando la sociedad esté obligada a auditarse, sea de forma voluntaria o forzada a solicitud de la minoría.
11. En el supuesto de que haya auditoría, certificación acreditativa de que las cuentas depositadas se corresponden con las auditadas.

Memoria

La memoria fue introducida en las cuentas anuales por la Ley de 18 de julio de 1951 sobre el régimen jurídico de las sociedades anónimas, la cual estableció la obligatoriedad de presentar una “memoria explicativa”, que, conjuntamente con el balance, la cuenta de resultados y la propuesta de distribución de beneficios, proporcionasen una representación exacta de la situación económica de la empresa y del curso de sus negocios. Esta ley no hacía ninguna mención al contenido específico de la memoria, aunque se entendía que debía tener un carácter aclaratorio de las partidas del balance y de la cuenta de resultados que tuviesen mayor impacto sobre la situación patrimonial de la sociedad. Sin embargo, la práctica de utilizar “cuentas de orden” (o cuentas fuera de balance) para explicar determinadas situaciones patrimoniales llevó a los responsables de las sociedades anónimas a utilizar la memoria, no para ampliar la información de los estados financieros, sino para presentar los logros conseguidos con la

gestión realizada, con abundante información cuando éstos eran importantes, y más breve y ambigua en caso contrario. Es decir, la memoria se correspondía más con un “informe de gestión” que con un documento explicativo de las cuentas anuales (Gonzalez Pino, 1992).

Sin embargo, la adaptación de la Cuarta Directiva 78/660/CEE estableció la información exacta que debía incluir la memoria, diferenciando ésta del informe de gestión. Actualmente, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, establece en su artículo 259 que la memoria completa, amplía y comenta la información contenida en los otros documentos que constituyen las cuentas anuales, con el fin de que los mismos reflejen la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa. Asimismo, en su artículo 260 establece el contenido mínimo de la memoria, que a su vez es desarrollado por la Orden JUS/319/2018.

En base a todo lo anterior, la memoria de las sociedades anónimas cotizadas debe incluir los contenidos mostrados en la Figura 2.2.

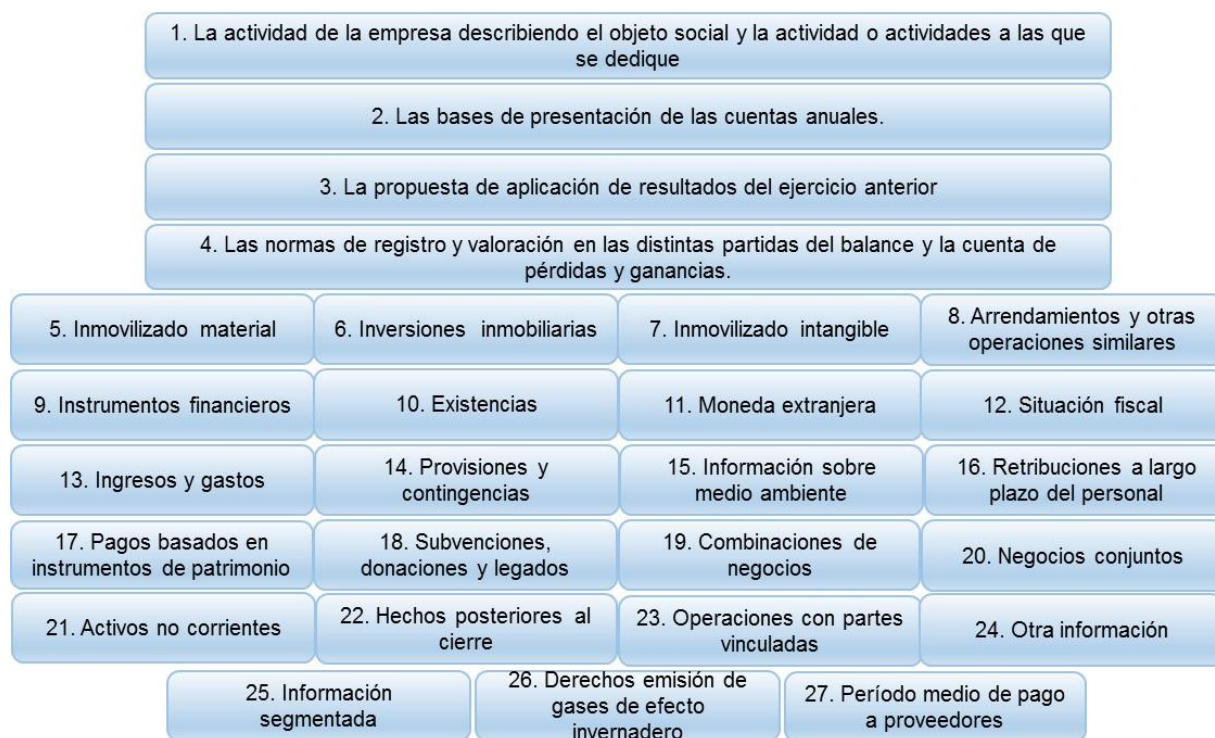


Figura 2.2: Contenido obligatorio de la memoria de las sociedades anónimas cotizadas españolas.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Informe de Gestión

El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, establece en su artículo 262 que el informe de gestión debe

contener una exposición fiel, equilibrada y exhaustiva sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, así como una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que ésta se enfrenta. Este análisis debe incluir indicadores clave, financieros y no financieros, que sean pertinentes sobre la actividad empresarial, incluyendo cuestiones relativas al medio ambiente y al personal.

Por otra parte, la Directiva Europea 2014/95/UE, de 22 de octubre, sobre divulgación de información no financiera y de diversidad para grandes sociedades y determinados grupos, adoptada por la Comisión Europea en septiembre de 2014, establece que las grandes empresas que sean entidades de interés público que, en sus fechas de cierre del balance superen el criterio de un número medio de empleados superior a 500 durante el ejercicio, y que además cumplan una serie de requisitos en materia de volumen de activos y de negocio, incluirán en el informe de gestión un estado no financiero que contenga información necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación de la empresa, así como el impacto de su actividad en relación a cuestiones medioambientales y sociales, al personal, al respeto de los derechos humanos, y a la lucha contra la corrupción y el soborno, y que incluya:

- una breve descripción del modelo de negocio de la empresa.
- una descripción de las políticas que aplica la empresa en relación con dichas cuestiones, que incluya los procedimientos de diligencia debida aplicados.
- los resultados de esas políticas.
- los principales riesgos relacionados con esas cuestiones vinculados a las actividades de la empresa; entre ellas, cuando sea pertinente y proporcionado, sus relaciones comerciales, productos o servicios que puedan tener efectos negativos en esos ámbitos, y cómo la empresa gestiona dichos riesgos.
- indicadores clave de resultados no financieros, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta.

En el caso de que la empresa no aplique ninguna política en relación con una o varias de esas cuestiones, el estado no financiero ofrecerá una explicación clara y motivada al respecto. Excepcionalmente, dicha información puede no incluirse en el informe de gestión si la empresa prepara un informe separado correspondiente al mismo ejercicio.

Adicionalmente, el Real Decreto-Ley 18/2017, de 24 de noviembre, incorporó estos requerimientos en la legislación española mediante las modificaciones de los artículos: 49 del Código de Comercio, 262 de la Ley de Sociedades de Capital, y 35 de la Ley de Auditoría de Cuentas.

Sin embargo, la legislación actual describe muy someramente cuál debe ser el contenido mínimo del informe de gestión, y no existe ninguna normativa adicional que establezca el marco de referencia aplicable. Para cubrir este vacío, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó en 2013 su “Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas”. Esta guía recoge el trabajo realizado por una comisión de expertos cuya finalidad era elaborar un conjunto de recomendaciones en el ámbito de los informes de gestión de las entidades cotizadas españolas.

Esta guía describe el informe de gestión como el documento cuya función es suministrar la información adicional necesaria para poner en contexto el contenido de los estados financieros, de tal modo que permita una adecuada interpretación de los mismos por parte de los usuarios. En este sentido, define cuatro objetivos básicos:

- Suministrar una exposición fiel de la situación de la entidad y la evolución de su actividad.
- Poner de manifiesto los riesgos, incertidumbres y oportunidades de la entidad.
- Complementar la información contenida en los estados financieros.
- Presentar información relevante, fiable, comprensible, verificable, oportuna y útil para el usuario al que va dirigida.

La guía establece una propuesta de contenido para el informe de gestión con los siguientes apartados:

A. Situación de la entidad

- Estructura organizativa y proceso de toma de decisiones
- Objetivos y estrategias de actuación de la entidad.

B. Evolución y resultado de los negocios

- Explicaciones sobre el rendimiento y la evolución de la entidad durante el período.
- Indicadores financieros y no financieros utilizados por la dirección para medir el desarrollo, evolución, rendimiento o posición en el mercado, que permitan evaluar el grado de cumplimiento de los objetivos fijados.
- Cuestiones relativas al medioambiente y al personal.

C. Liquidez y recursos de capital

- Procedencia de los recursos financieros más significativos, así como la política seguida en su utilización.

D. Principales riesgos e incertidumbres

- Exposición de la entidad a riesgos operativos, financieros, de precio, liquidez.

- Objetivos y políticas de gestión de riesgos a los que la entidad es más sensible.
- E. Circunstancias ocurridas tras el cierre del ejercicio
- F. Información sobre la evolución previsible de la entidad
 - Información prospectiva cuantitativa o cualitativa incluyendo situación actual, decisiones tomadas y situación que se espera en el futuro.
- G. Actividades de I+D+i
 - Estrategia y objetivos concretos
- H. Adquisición y enajenación de acciones propias
- I. Otra información relevante
 - Evolución bursátil y cualquier otra información que pueda ser útil.

Informe de Auditoría

El Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio antes citado, determina en su artículo 269 que los auditores de cuentas emitirán un informe detallado sobre el resultado de su actuación. Se trata de un informe emitido por un profesional externo e independiente que verifica las cuentas anuales y dictamina si éstas reflejan una imagen fiel de la situación de la empresa.

Estados contables intermedios

En este apartado de cuentas anuales, incluiremos también los estados contables intermedios establecidos en los artículos 118 y 119 del Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Estos estados intermedios están formados por:

- Dos informes financieros semestrales que comprenderán las cuentas anuales resumidas, un informe de gestión intermedio, y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido.
- Dos declaraciones intermedias de gestión en el primer y segundo trimestre que contengan los hechos y operaciones significativos del período, y una descripción general de la situación financiera y de los resultados de la sociedad.

Declaración medioambiental

El 30 de mayo de 2001, la Comisión Europea adoptó la Recomendación 2001/453/CE relativa al reconocimiento, la medición y la publicación de las cuestiones medioambientales en las cuentas anuales y en los informes anuales de las empresas. Dicha recomendación aclara las normas contables, e indica la manera de mejorar la calidad, la transparencia y el carácter

comparable de los datos relativos al medio ambiente que figuran en las cuentas y en los informes anuales de las empresas. En España, la inclusión obligatoria de un informe medioambiental se estableció en el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprobó el Plan General de Contabilidad.

2.3.2 Gobierno corporativo

Según el Informe Cadbury, el gobierno corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas (Cadbury Committee, 1992). Olivencia completa esta definición al describirlo como el sistema vigente en cada sociedad, tanto si las reglas que lo rigen son legales (de Derecho objetivo) como voluntarias (de Derecho convencional, estatutos o reglamentos). Y la OCDE establece que el gobierno corporativo abarca las relaciones entre el equipo directivo de una empresa, el Consejo de Administración, los accionistas y otras partes interesadas; proporciona a la empresa una estructura para establecer sus objetivos; y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzarlos y supervisar su cumplimiento (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2004).

La regulación relativa a transparencia en materia de gobierno corporativo incluye la legislación existente al respecto, y también las recomendaciones de cumplimiento voluntario incluidas en los denominados Códigos de Buen Gobierno. El Informe Cadbury, desarrollado en Reino Unido en 1992 y pionero de estos códigos, surgió como consecuencia del descontento público provocado por escándalos financieros como el del Bank of Credit and Commerce International o el de Robert Maxwell, en un clima de opinión que reclamaba una reforma para mejorar el gobierno corporativo. De este modo, nació un movimiento que consiste en la formulación de recomendaciones de asunción voluntaria por parte de las empresas, recogidas en Códigos denominados “de buen gobierno”, “de las mejores prácticas”, o “de conducta”, cuyos destinatarios son las propias empresas y también los legisladores (Olivencia Ruiz, 2012).

Desde el Informe Cadbury, la mayoría de los países y organismos internacionales han desarrollado códigos de buen gobierno que han ido evolucionando en el tiempo. En España, estos códigos han sido desarrollados por la CNMV, o por comisiones de expertos establecidas para tal fin, y han servido de guía para importantes cambios legislativos.

El primero de estos trabajos fue el realizado por la “Comisión Especial para el estudio de un Código Ético para los Consejos de Administración de las Sociedades” en 1998, conocido como Informe Olivencia, ya que el Presidente de la comisión era D. Manuel Olivencia Ruiz. Esta comisión tenía el doble encargo de abordar el funcionamiento de los Consejos de

Administración de las sociedades que acceden a los mercados financieros, y la elaboración de un código ético de buen gobierno de asunción voluntaria por dichas sociedades. Este primer código recogió 23 recomendaciones relativas a la composición, funcionamiento y responsabilidades del Consejo de Administración. En materia de transparencia, asignó al Consejo de Administración la responsabilidad de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable, especialmente en lo relativo a la estructura del accionariado, modificaciones sustanciales de reglas de gobierno, operaciones vinculadas relevantes o autocartera. Asimismo, estableció que el Consejo de Administración debía incluir en su informe público anual información sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del código, razonando aquellas que no se ajustasen al mismo.

Años más tarde, y a consecuencia de las irregularidades ocurridas en empresas de todo el mundo, en 2003 se formó una nueva comisión denominada “Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas”, con un triple mandato: establecer criterios y pautas para las relaciones entre las empresas y los consultores, analistas financieros y otros agentes de servicios profesionales; marcar pautas para mejorar la transparencia y la seguridad en los mercados financieros; y por último, revisar la situación del gobierno corporativo y el grado de asunción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

Esta comisión publicó el informe conocido como Informe Aldama, ya que la comisión estaba presidida por D. Enrique de Aldama, e hizo tres contribuciones fundamentales en materia de transparencia:

- Desarrolló la obligación de transparencia sobre las siguientes cuestiones: estructuras de propiedad y de administración de la sociedad, operaciones vinculadas e intragrupo, sistemas de control de riesgo, y funcionamiento de la Junta General.
- Definió dos instrumentos básicos para la divulgación de información: el informe anual de gobierno corporativo, que debía recoger todas las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de la sociedad; y la página web de la sociedad, establecida como canal de comunicación y repositorio de toda la información relevante para accionistas, inversores y mercado en general.
- Estableció el principio “cumplir o explicar” como garantía de calidad de la información, que implicaba que las empresas que se apartasen de los estándares de buen gobierno debían proporcionar una motivación detallada de sus razones para ello.

Con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, las recomendaciones del Informe Aldama fueron implantadas por la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modificaba la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, estableciéndose en el artículo 116 de dicha ley la obligatoriedad y el contenido del informe anual de gobierno corporativo.

Unos años más tarde, el 14 de junio de 2006 se aprobó la Directiva 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, que modificó la Directiva 78/660/CE para incluir en su artículo 46 bis la obligatoriedad para las empresas cotizadas de presentar un informe de gobierno corporativo que formase parte del informe de gestión. Este informe debía contener, además, una referencia al código de gobierno corporativo al que la sociedad estuviese sujeta o hubiese decidido aplicar.

Ese mismo año, se publicó en España un nuevo “Código Unificado de Buen Gobierno”, elaborado por la CNMV y un grupo de expertos que había recibido el mandato de armonizar y actualizar las recomendaciones contenidas en los Informes Olivencia y Aldama teniendo en cuenta las recomendaciones de otros organismos internacionales.

En este sentido, por ejemplo, la OCDE había establecido en 2004 sus “Principios de Gobierno Corporativo” (que fueron revisados en 2015), en los que señala que el marco de gobierno de la empresa debe garantizar que se divulgue la información oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad. Esto incluye, además de los resultados financieros y de explotación, los objetivos de la sociedad, la titularidad de los grandes grupos de acciones y derechos de voto, la política de remuneraciones del consejo de administración y de los principales directivos, así como sus cualificaciones y proceso de selección. Las operaciones entre partes vinculadas también deben ser divulgadas, así como los factores de riesgo previsible, las cuestiones relativas a los trabajadores y otras partes interesadas, y las estructuras y políticas de gobierno de la empresa (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2004).

Adicionalmente, es interesante destacar que en las “Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales” publicadas en 2011 se anima a las empresas a que comuniquen información adicional en áreas en las que las normas en materia de publicación de información todavía están evolucionando, como por ejemplo: las declaraciones de principios o códigos de conducta suscritos por las empresas y su desempeño en el cumplimiento los mismos, información sobre los dispositivos de auditoría interna, gestión de riesgos, y las relaciones con los empleados y otras partes interesadas (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2011).

Teniendo en cuenta este tipo de directrices, el “Código Unificado de Buen Gobierno” de 2006 estableció 58 recomendaciones sobre aspectos relativos a los Estatutos y la Junta General, el Consejo de Administración, los Consejeros y las Comisiones del Consejo.

El aspecto más novedoso incorporado por este código en el ámbito de transparencia fué el relativo a la remuneración de los consejeros. Este código propuso la elaboración de una política de remuneraciones del Consejo que se plasmaría en un informe anual que debía someterse a la aprobación de la Junta General. Además, impulsaba la transparencia total en materia de remuneraciones individuales de los consejeros, y proponía que la memoria incluyese esta información, así como la relación entre las retribuciones percibidas y los resultados de la sociedad.

Siguiendo esta recomendación, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, introdujo en la Ley del Mercado de Valores el artículo 61 ter por el que se estableció la obligatoriedad y el contenido del informe de remuneraciones de consejeros; asimismo incluyó el artículo 61 bis sobre el informe anual de gobierno corporativo derogando el 116.

Adicionalmente, la Orden ECC/461/2013 de 20 de marzo del Ministerio de Economía y Competitividad determinó el contenido y la estructura de estos informes, y estableció que la información a incluir en ellos debía ser clara, íntegra y veraz, y especificaba que, con objeto de que los inversores pudiesen hacerse un juicio fundado de la entidad, no podía incluirse información que pudiese inducirles a error o confusión. Asimismo, facultaba a la CNMV para establecer los modelos obligatorios de informe sobre remuneraciones y de gobierno corporativo, quien lo hizo mediante las Circulares 4/2013 y 5/2013 de 12 de junio.

Ese mismo año, la CNMV llevó a cabo una actualización del “Código Unificado de Buen Gobierno” suprimiendo aquellas recomendaciones que se habían incorporado mediante leyes ya aprobadas. Adicionalmente, dado que uno de los objetivos del Programa Nacional de Reformas 2013 era ampliar el marco del buen gobierno corporativo en España, puesto que se pretendía mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas, se creó una nueva comisión de expertos con el objetivo de proponer iniciativas y reformas normativas que considerasen oportunas.

A este respecto, la comisión diferenció entre:

- Las cuestiones que debían ser propuestas para la mejora del marco normativo vigente. Éstas dieron lugar a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modificó la Ley de Sociedades de Capital, en la que se incluyeron los artículos 540 y 541 tal y como están

en la actualidad, esto es, indicando el contenido del informe anual de gobierno corporativo y el de remuneraciones de los consejeros respectivamente; y se derogaron los correspondientes artículos 61 bis y 61 ter de la Ley de Mercado de Valores.

- Las cuestiones que debían quedar como recomendaciones de seguimiento voluntario sujetas al principio de “cumplir o explicar”, las cuales se incluyeron en un nuevo código publicado en febrero de 2015.

Este nuevo código refuerza el concepto de transparencia con recomendaciones adicionales como aumentar la información sobre el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo; que las sociedades que elaboren informes de independencia del auditor, informes de funcionamiento de las comisiones o informes de responsabilidad social, los publiquen en su página web antes de la Junta de accionistas; que las políticas de primas por asistencia a la Junta sean transparentes; que proporcionen en la página web información detallada sobre los consejeros, etc..

Adicionalmente, las Circulares 4/2013 y 5/2013 de 12 de junio fueron modificadas mediante la Circulares 7/2015, de 22 de diciembre, y 2/2018, de 12 de junio, quedando identificados los siguientes contenidos para los dos informes.

Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros

Las sociedades anónimas cotizadas deben elaborar y publicar un informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, incluyendo las que perciban o deban percibir en su condición de tales, o por el desempeño de funciones ejecutivas. Este informe debe dar una información completa, clara y comprensible de la política de remuneraciones de la sociedad, y debe tener el contenido mínimo detallado en la Figura 2.3.

Política de remuneraciones de la sociedad para el ejercicio en curso	Principios y fundamentos de la política retributiva Trabajos para la elaboración de la política de remuneraciones y papel de la Comisión de retribuciones y otros agentes. Importe de los conceptos retributivos: componentes fijos, variables y dietas y criterios de evaluación de desempeño. Medidas adoptadas por la sociedad para reducir la exposición a riesgos excesivos y ajustarlos a los objetivos, valores e intereses de la sociedad.
Resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio cerrado	Estructura y conceptos retributivos de la política de remuneraciones aplicada durante el ejercicio cerrado, que da lugar al detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros. Resumen de las decisiones tomadas por el Consejo para la aplicación de dichos conceptos.
Detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros	Desglose individualizado de la remuneración de cada consejero con detalle de todos los conceptos retributivos. Entregas a los consejeros de acciones, opciones sobre acciones y cualquier otro instrumento referenciado al valor de la acción. Relación entre la retribución obtenida por los consejeros y el resultado u otras medidas del rendimiento de la sociedad.
Otras informaciones de interés	Otros aspectos relevantes no incluidos en el modelo o aclaraciones o matices sobre los apartados anteriores.

Figura 2.3: Contenido obligatorio del informe de remuneraciones de las sociedades anónimas cotizadas españolas.

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Informe anual de gobierno corporativo

El informe anual de gobierno corporativo debe ofrecer una información detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento, y debe tener el contenido descrito en la Figura 2.4.

Estructura de la propiedad de la Sociedad	Identidad de accionistas con participaciones significativas y sus porcentajes, relaciones de índole familiar, comercial o contractual existentes entre ellos o con la sociedad y representación en el Consejo. Participaciones accionariales de los miembros del Consejo, pactos para-sociales, clases de acciones, porcentaje de autocartera y restricciones a las transmisibilidad de valores o de derechos de voto.
Funcionamiento de la Junta General y desarrollo de sus sesiones	Datos de asistencias a Juntas, restricciones estatutarias para la asistencia a las mismas y reforzamiento de quórum para determinadas decisiones. Normas, mayorías necesarias y tutelas de los derechos de los accionistas en la modificación de estatutos
Estructura de administración de la Sociedad	Composición del Consejo de Administración. Información sobre los consejeros: número, identidad, participación en el capital, tipo (ejecutivo, dominical, independiente), puesto, remuneraciones, acuerdos indemnizatorios, poderes, número de consejeras, ... Funcionamiento del Consejo de Administración: Estructura del Consejo, composición de las Comisiones, reglas de organización y funcionamiento, procedimientos de selección, nombramiento y remoción de consejeros.
Operaciones vinculadas e intra-grupo	Operaciones significativas realizadas con los accionistas significativos, administradores y directivos de la sociedad o con otras sociedades, personas o entidades pertenecientes al mismo grupo. Procedimiento y órgano competente para la aprobación de dichas operaciones.
Sistemas de control y gestión de riesgos	Principales riesgos que puedan afectar a la consecución de los objetivos de negocio, los riesgos que se han materializado durante el ejercicio, el alcance de los sistemas de gestión, los órganos responsables de su elaboración y ejecución, nivel de tolerancia y descripción de los planes de respuesta y supervisión.
Sistemas de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de información financiera (SCIIF)	Entorno de control, evaluación de riesgos, actividades de control, información y comunicación y supervisión.
Grado de seguimiento de la recomendaciones de gobierno corporativo aprobadas por la CNMV	Grado de cumplimiento o explicación de la falta de seguimiento de las recomendaciones.
Otras informaciones de interés	Otros aspectos relevantes no incluidos en el modelo o aclaraciones o matices sobre los apartados anteriores. Obligaciones derivadas de legislaciones diferentes a la española. Adhesión voluntaria a otros códigos de buenas prácticas o principios éticos

Figura 2.4: Contenido obligatorio del informe de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas españolas.
Fuente: Elaboración propia, 2018.

2.3.3 Responsabilidad Social Empresarial

Otro de los aspectos más importantes en materia de transparencia que surgieron del Código de Buen Gobierno Corporativo de 2015 fue el relativo a la política de responsabilidad social de la empresa. El código destaca que la sensibilidad al entorno y a la comunidad, la capacidad innovadora, y la visión a largo plazo, son elementos de creación de valor fundamentales en la actividad empresarial, y recomienda que las empresas analicen cómo su actividad impacta en

la sociedad, y ésta, a su vez, en la empresa. En este sentido, estableció en su Recomendación 55 que la sociedad debe informar, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la responsabilidad social empresarial.

El informe de sostenibilidad, según indica Global Reporting Initiative (GRI) en su página web, es el informe publicado por una compañía u organización que recoge los impactos económicos, sociales y medioambientales generados por su actividad normal. Este tipo de informe debe presentar los valores de la organización, su modelo de gobierno, y demostrar el encaje entre su estrategia y su compromiso con una economía global sostenible. Asimismo, destaca que los informes de sostenibilidad permiten a las organizaciones considerar los impactos de un amplio espectro de aspectos relacionados con la sostenibilidad, permitiéndoles ser más transparentes sobre sus riesgos y oportunidades (Global Reporting Initiative, 2015).

La Ley 2/2011 de 4 de marzo de Economía Sostenible estableció en su artículo 39, Promoción de la responsabilidad social de las empresas, que el Gobierno pondría a disposición de las empresas los indicadores para su autoevaluación en materia de responsabilidad social, así como modelos de informe de acuerdo con los estándares internacionales en la materia. Estos estándares, definidos en base a las recomendaciones del CERSE, constituido por el Real Decreto 221/2008, de 15 de febrero, debían atender especialmente a objetivos de transparencia en la gestión, buen gobierno corporativo, compromiso con lo local y el medioambiente, respeto a los derechos humanos, mejora de las relaciones laborales, promoción de la integración de la mujer, de la igualdad efectiva entre mujeres y hombres, de la igualdad de oportunidades, y accesibilidad universal de las personas con discapacidad, y del consumo sostenible.

Asimismo, estableció que anualmente las sociedades anónimas podrían hacer públicos sus políticas y resultados en materia de responsabilidad social empresarial a través de un informe específico basado en los objetivos, características, indicadores y estándares internacionales mencionados anteriormente, y que en dicho informe debería constar si había sido verificado o no por terceras partes.

Esta ley también estableció que, en el caso de sociedades anónimas de más de 1.000 empleado, este informe anual de responsabilidad social empresarial sería objeto de comunicación al CERSE para que fuese posible realizar un adecuado seguimiento sobre el grado de implantación de las políticas de responsabilidad social empresarial en las grandes empresas españolas.

Sobre estas bases, el CERSE publicó el 3 de mayo de 2011 el documento “Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad” en el que propone los siguientes temas a desarrollar:

1. Perfil de la empresa

- Información general y de contexto de la empresa: estructura de la propiedad, estructura organizativa, productos y servicios, marcas, zonas geográficas, dimensión, principales proveedores, estrategia de la organización en materia de responsabilidad social empresarial, objetivos de la empresa, principales impactos, riesgos y oportunidades, riesgos sectoriales y gestión de los mismos.

2. Gobierno, compromisos y grupos de interés

- Órganos de decisión de la empresa: estructura del consejo de administración, comisiones dependientes del mismo, códigos de conducta, y especialmente cualquier información sobre gobierno corporativo que sea relevante para la RSE.
- Grupos de interés de la empresa, canales de comunicación disponibles y compromisos adquiridos si los hubiere

3. Gestión y desempeño

- Derechos humanos: Apoyo y respeto a la protección de los derechos humanos fundamentales dentro de su ámbito de influencia, y acciones para evitar la complicidad en la violación de los mismos.
- Medio ambiente: consumo de agua, electricidad, gas y otras materias primas, emisiones, vertidos, residuos y reciclaje, gestión medioambiental, eficiencia energética y biodiversidad.
- Derechos laborales básicos: libertad de asociación y libertad sindical, respeto y promoción de la negociación colectiva, y derecho de huelga.
- Políticas laborales: no discriminación, política de igualdad; conciliación de la vida laboral, personal y familiar; salud, seguridad e higiene en el trabajo; formación y retribuciones.
- Buen Gobierno: Consejo de Administración, transparencia en la gestión financiera, actuaciones en relación con los grupos de interés, respeto y compromiso con las comunidades en donde la empresa se establece, y corrupción.

4. Anexos: notas, verificaciones, etc...

Por lo tanto, con objeto de permitir la publicidad de los informes y memorias de responsabilidad social, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social publicó la Orden ESS/1554/2016, de 29 de septiembre, por la que regula el procedimiento para el registro y publicación de las memorias

de responsabilidad social y de sostenibilidad de las empresas, organizaciones y administraciones públicas. Esta orden indica, en su artículo 3, que las memorias deberán incluir información sobre, al menos, alguno de los ámbitos siguientes: transparencia en la gestión; buen gobierno corporativo; lucha contra la corrupción y el soborno; compromiso con lo local y el medioambiente; mejora de las relaciones laborales; políticas de accesibilidad universal e inclusión de colectivos en riesgo de exclusión social; políticas de diversidad e igualdad; consumo responsable y sostenible; información sobre aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno; respeto, protección y defensa de los derechos humanos, en toda la cadena de suministro de la entidad proponente; opiniones de los grupos de interés; y cualesquiera otras que muestren su compromiso con los valores y principios de la responsabilidad social empresarial y la sostenibilidad.

Por último, no podemos hablar de transparencia en materia de sostenibilidad sin hacer referencia a las directrices de Global Reporting Initiative. GRI es una organización internacional independiente que fue pionera a finales de los años 90 en establecer una serie de directrices para informar sobre el impacto de las actividades de las organizaciones en aspectos críticos relacionados con la sostenibilidad (cambio climático, derechos humanos, corrupción, etc.). Según indica GRI en su página web, actualmente miles de empresas en más de 90 países utilizan estas directrices, remarcando que el 93% de las 250 empresas más grandes del mundo emiten informes de sostenibilidad, y que el 82% de ellas utilizan los estándares de GRI. Estos estándares se encuentran ya en su cuarta versión, están disponibles en el documento “G4 Sustainability Reporting Guidelines” publicado en julio de 2013, y el CERSE reconoce en su documento “Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad” que son los estándares más aceptados internacionalmente.

2.3.4 Información al mercado

Según el artículo 227 del Real Decreto Legislativo, de 23 de octubre de 2015, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (equivalente al artículo 82 de la anterior Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores), los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir inmediatamente al mercado y en los términos que reglamentariamente se establezcan, toda información relevante. Se considera información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar razonablemente a un inversor para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, y por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

La Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, del Ministerio de Economía y Hacienda, por la que se desarrolla el citado artículo 82, identifica una serie de criterios por los que un determinado hecho debe considerarse relevante, y habilita a la CNMV para elaborar una relación indicativa y no exhaustiva, de los supuestos que se consideran información relevante. Esta lista puede encontrarse en la Circular 4/2009 de 4 de noviembre de la CNMV, y en ella aparecen, entre otros, supuestos relacionados con: acuerdos estratégicos y operaciones corporativas (transformaciones, fusiones, escisiones, disoluciones); negocio y situación financiera, gobierno corporativo y convocatorias oficiales, cambios en el consejo, en las comisiones o cambios de auditor, etc...

Además, la citada orden establece que los emisores de valores deberán difundir a través de sus páginas web los hechos relevantes previamente comunicados a la CNMV, así como mantener su publicidad durante el plazo que ésta determine. Asimismo, garantizarán que la difusión de esta información se efectúa de manera comprensible, gratuita, directa, y de fácil acceso para el inversor.

2.3.5 Página web

Como ya hemos visto, una de las contribuciones de la Comisión Aldama fue el establecimiento de la página web de la sociedad como el principal canal de comunicación y repositorio de toda la información relevante para accionistas, inversores y mercado en general.

En ese sentido, la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modificaba la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, estableció en su artículo 117 la obligatoriedad para las sociedades anónimas cotizadas de disponer de una página web para atender el derecho de información de los accionistas.

Actualmente, dicha obligatoriedad está regulada por el artículo 539 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; y la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, del Ministerio de Economía y Competitividad detalla la información que debe contener dicha página web: estatutos sociales, cuentas anuales y estados contables intermedios, reglamentos, informes de gobierno corporativo y sobre remuneraciones de los consejeros, foro electrónico de accionistas, hechos relevantes, cauces de comunicación con los accionistas, medios y procedimientos para representación en la Junta General y voto a distancia y documentación relativa a las Juntas Generales: orden del día, propuestas, actas, etc.

2.4 Informe integrado

En los últimos años, los responsables de las empresas cada vez son más conscientes de la necesidad de informar y de tener en cuenta un mayor número de cuestiones sobre sus negocios: el efecto social de sus compañías en la salud y la educación de las comunidades en las que operan; su efecto medioambiental en el estado del aire, el suelo y el agua; su efecto fiscal en las arcas públicas; y su efecto económico en términos del valor aportado al desarrollo económico o a la creación de empleo. Entretanto, los profesionales de la inversión indican, una y otra vez, que aspectos como la estrategia, el modelo de negocio, los riesgos y los parámetros de rendimiento, así como otros elementos de mayor alcance, como los factores de mercado, relaciones y factores de dependencia, constituyen elementos importantes para su análisis. Sin embargo, la mayor parte de los modelos actuales de información no han sido concebidos para promover la comunicación de este tipo de información de gran alcance, desde la estrategia hasta los parámetros de rendimiento, ni para correlacionarlos de un modo coherente y que aporte valor. Dichos modelos siguen centrándose en los resultados financieros históricos y aportan información sobre otros temas de manera aislada e inconexa. Una de las principales iniciativas en esta dirección es el modelo internacional de información integrada, International Integrated Reporting Framework, desarrollado por el International Integrated Reporting Council (PricewaterhouseCoopers, 2014).

El International Integrated Reporting Council (IIRC) es una coalición global de reguladores, inversores, empresas, reguladores de estándares, emisores de normas, profesionales contables, y organizaciones no gubernamentales, que promueve la adopción global de un modelo de informe integrado con el objetivo de mejorar la comunicación sobre la creación de valor de las empresas, avanzar en la evolución de la información corporativa, y contribuir a la estabilidad financiera y el desarrollo sostenible. En diciembre de 2013, publicó su modelo de reporting integrado, con el objetivo de que éste sea aceptado internacionalmente (International Integrated Reporting Council, 2016).

Esta iniciativa está siendo apoyada por la Unión Europea. La Comisión de la Unión Europea indicó, en una nota de prensa publicada el 15 de abril de 2014, que el reporting integrado es un importante paso en materia de transparencia e información corporativa, y que está siguiendo con gran interés la evolución de este concepto, especialmente el trabajo llevado a cabo por el International Integrated Reporting Council (European Commission, 2014).

Tal como se recoge a continuación, el documento “El Marco Internacional <IR>” publicado en 2013 (International Integrated Reporting Council, 2013) describe los objetivos básicos del reporting integrado, los principios que deben regir en su preparación y las recomendaciones para sus contenidos.

El propósito principal del reporting integrado <IR> es explicar a los proveedores de capital financiero cómo la organización crea valor a lo largo del tiempo. Además, debe ser útil para todos los grupos interesados en conocer la habilidad de la organización para crear valor a lo largo del tiempo, incluyendo empleados, clientes, proveedores, socios, comunidad local, legisladores, reguladores y políticos.

Un informe integrado es una comunicación concisa acerca de cómo la estrategia de una organización, su gobierno corporativo, desempeño y perspectivas, en el contexto de su entorno externo, le conducen a crear valor en el corto, medio y largo plazo.

El valor creado por una organización está influenciado por el entorno externo, se crea a través de las relaciones con los grupos de interés, y depende de diversos recursos. Por lo tanto, un informe integrado tiene por objeto proporcionar una visión sobre: a) el entorno externo que afecta a una organización; b) los recursos y relaciones utilizados y afectados por la organización, denominados capitales, que se clasifican en financieros, industriales, intelectuales, humanos, sociales y relacionales, y naturales; y c) cómo la organización interactúa con el entorno externo y con los capitales para crear valor en el corto, medio y largo plazo.

Los requerimientos básicos que debe cumplir un informe integrado son:

- Debe ser una comunicación perfectamente designada e identificable como tal.
- En el caso de aplicar el Marco Internacional <IR> debe incluir todos los apartados incluidos en dicho marco, o explicar cuáles se han omitido y las razones para ello.
- Debe incluir una declaración de los responsables de gobierno corporativo que confirme determinados requerimientos (reconocimiento de responsabilidades sobre la preparación del informe, garantía de integridad, conformidad con el Marco <IR>), y si no está incluida, debe figurar una explicación sobre qué se está haciendo y cuándo se incluirá esta declaración en futuros informes.

El Marco Internacional <IR> establece unas directrices que guían la preparación y presentación de un informe integrado. Estas son:

Enfoque estratégico y orientación futura: Un informe integrado debe dar una visión de la estrategia de la organización, cómo se relaciona ésta con la capacidad de la organización para crear valor en el corto, medio y largo plazo, y el uso de los capitales y sus efectos en éstos.

Conectividad de la información: Un informe integrado debe mostrar una imagen holística de la combinación, interrelación y dependencia, entre los factores que afectan a la capacidad de la organización para crear valor a lo largo del tiempo.

Relaciones con los grupos de interés: Un informe integrado debe dar una visión de la naturaleza y la calidad de las relaciones de la organización con sus grupos de interés clave, incluyendo cómo y en qué medida la organización comprende, tiene en cuenta, y responde a sus necesidades e intereses legítimos.

Materialidad: Un informe integrado debe divulgar información acerca de los asuntos que afecten sustancialmente a la habilidad de una organización para crear valor en el corto, medio y largo plazo.

Concisión: Un informe integrado debe ser conciso.

Fiabilidad y exhaustividad: Un informe integrado debe incluir todas las cuestiones que sean materiales, tanto positivas como negativas, de manera equilibrada y sin errores.

Consistencia y comparabilidad: La información en un informe integrado debe ser presentada: (a) de manera que sea consistente a lo largo del tiempo, (b) de forma que permita la comparación con otras organizaciones.

Por último, el Marco Internacional <IR> describe cuáles son los ocho contenidos de un informe integrado que deben dar respuesta a determinadas preguntas:

Visión general de la organización y del entorno externo: ¿Qué hace la organización y cuáles son las circunstancias en las que opera?

Gobierno Corporativo: ¿De qué manera la estructura de gobierno corporativo de la organización apoya la capacidad de crear valor en el corto, medio y largo plazo?

Modelo de negocio: ¿Cuál es el modelo de negocio de la organización?

Riesgos y oportunidades: ¿Cuáles son los riesgos y las oportunidades específicas que afectan a la capacidad de la organización para crear valor? ¿Cómo les están haciendo frente?

Estrategia y asignación de recursos: ¿Hacia dónde pretende ir la organización y cómo pretende llegar?

Desempeño: ¿En qué medida la organización ha alcanzado sus objetivos estratégicos en un determinado período y cuáles son los resultados en relación a sus efectos sobre los capitales?

Perspectiva futura: ¿Cuáles son los retos e incertidumbres con los que la empresa probablemente se encuentre durante la implantación de su estrategia, y cuáles son las posibles consecuencias para su modelo de negocio y desempeño futuro?

Bases de preparación y presentación: ¿Cómo determina la organización los asuntos que deberán ser incluidos en el informe integrado y como se evalúan y cuantifican esos asuntos?

2.5 Divulgación voluntaria de información

Cuando hablamos de transparencia no podemos obviar la distinción entre divulgación obligatoria y divulgación voluntaria (Dye, 2001). Así, mientras la primera, denominada heterorregulación, se refiere al cumplimiento de los requerimientos informativos impuestos por los reguladores; la segunda, denominada autorregulación, se refiere a la incorporación de información voluntaria en las cuentas anuales, más allá de los requisitos concretos impuestos por la regulación contable.

El concepto de calidad de la información divulgada por las empresas tiene que ver con el carácter voluntario de la misma. Como ya hemos visto, la legislación española, por ejemplo, establece requerimientos muy claros en relación a la información puramente financiera, pero proporciona muy pocas especificaciones respecto a otro tipo de materias, dejando a la propia empresa la decisión de qué información aportará.

2.5.1 Condicionantes para las empresas y sus propietarios

Existen varias teorías económicas que explican las motivaciones o condicionantes de las empresas respecto a la divulgación voluntaria de información (Gallego Álvarez, García Sánchez, & Rodríguez Domínguez, 2008; Reverte Sánchez, 2015; Shehata, 2014).

Teoría de los Costes de Agencia

Ross enunció la Teoría de Agencia describiéndola como una de las más antiguas y más comunes formas de interacción social. Esta teoría defiende que una relación de agencia se establece, en cualquier entorno de toma de decisiones, entre dos o más partes, cuando una de

ellas, designada como “agente”, actúa para, o en representación de la otra parte, designada como “principal” (Ross, 1973). Sin embargo, fueron Jensen y Meckling los primeros en introducir el concepto de los costes de agencia. Éstos definen la relación de agencia como un contrato bajo el cual, una o más personas (principal) involucran a otra persona (agente) para realizar un trabajo representándoles, lo cual requiere delegar en el agente la capacidad para tomar decisiones. Bajo este principio, la relación de agencia puede plantear un conflicto por el que el agente podría actuar defendiendo sus propios intereses en vez de los del principal. Al intentar evitar este problema, y pretender asegurar que el agente tome las mejores decisiones para el principal, necesariamente se generan unos costes, son los llamados costes de agencia y están formados por:

- Costes de supervisión del principal para regular la conducta del agente, y costes para motivar al agente para que actúe protegiendo los intereses del principal.
- Costes de la fianza por la que el agente garantiza que no llevará a cabo acciones que perjudiquen al principal o que, en caso contrario, le resarcirá por los perjuicios causados.
- Coste residual, o pérdida, que el agente puede causar al principal al tomar decisiones que éste no tomaría.

Evidentemente, la relación entre los accionistas y los directivos de una compañía es una forma de relación de agencia y, por lo tanto, los conflictos que surgen por la separación entre propiedad y control están íntimamente relacionados con los problemas y los costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976).

Uno de los principales problemas de agencia, la asimetría informativa o desequilibrio de información entre el accionista y el directivo, en el que una de las partes tiene más información que la otra, puede mitigarse a través de impulsar la transparencia y la divulgación voluntaria. Ésta protege los derechos de los accionistas ya que les permite tener un mejor conocimiento de la gestión de la compañía, y evita que los directivos usen la información en su propio beneficio para aumentar su control de la empresa. Consecuentemente, la transparencia informativa reduce los problemas de agencia, y por tanto, sus costes (Chen, Chung, Lee, & Liao, 2007).

Teoría de las Señales

Esta teoría, inicialmente establecida por Michael Spence en 1973 para el mercado de trabajo, se basa en la idea del desconocimiento del empleador (o asimetría de información) de las capacidades productivas de los individuos en el proceso de selección. La teoría desarrollada

implica que, una parte (el candidato más capaz) envía una señal sobre sí mismo a la otra parte (el empleador) para conseguir una diferenciación del resto (otros candidatos). Esta señal es un mayor número de credenciales de formación. Según esta teoría, el receptor de la señal la interpretará y ajustará su comportamiento actuando en consecuencia (Spence, 1973).

Esta idea de que el dueño de una información demostrará lo que sabe mediante el envío de señales con objeto de conseguir un beneficio económico, ha sido estudiado por un gran número de autores en muy diversos ámbitos (Verrecchia, 1983). En su aplicación a la divulgación de información corporativa, esta teoría implica que las compañías que creen que son mejores que otras lo señalarán a los inversores con objeto de atraer su interés y mejorar su reputación. Para ello, divulgarán más información de la que sea estrictamente necesaria, tratando de demostrar que son mejores que las demás. Del mismo modo, la no divulgación de información será también una señal en sí misma, y el mercado la interpretará como una información negativa (D. Campbell, Shrives, & Bohmbach-Saager, 2001).

Teoría de la Legitimidad

La teoría de la legitimidad tiene sus raíces en el supuesto de que cualquier organización opera en la sociedad a través de un contrato social, y que su supervivencia y crecimiento depende de su capacidad para generar unos resultados positivos para dicha sociedad, y para distribuir beneficios sociales, políticos o económicos a los grupos de interés (Shocker & Sethi, 1973). En principio, una organización no tiene, per se, derecho a existir, sino que dicho derecho, o legitimidad, se lo confiere la sociedad cuando percibe una congruencia entre la escala de valores con las que opera la organización y las normas de comportamiento aceptadas por el entorno social del que forma parte. En un mundo dinámico, las compañías necesitan revalidar constantemente su legitimidad y relevancia, demostrando a la sociedad que ésta necesita sus servicios, y que los grupos beneficiados por su actividad son socialmente aceptados. De este modo, cuando una compañía detecta que sus actividades o resultados no concuerdan con las expectativas de sus grupos de interés, y por lo tanto pierde legitimación social, empleará diferentes estrategias, mediante el uso de la comunicación o acciones simbólicas, que le servirán para presentar una imagen pública adecuada. La teoría describe tres estrategias, todas ellas relacionadas con la divulgación de información corporativa: a) cambiar sus productos, métodos y objetivos para alinearlos con las expectativas existentes, e informar sobre dicho cambio; b) tratar de modificar las expectativas para alinearlas con sus productos, métodos y objetivos; c) tratar de modificar la percepción de los grupos de interés identificándose con

símbolos, valores e instituciones que tengan una fuerte legitimidad social (Dowling & Pfeffer, 1975).

Teoría de los Costes del Propietario

El coste asociado con la divulgación de información se considera típicamente como el coste de preparar y difundir información para analistas e inversores. Sin embargo, una visión más amplia lleva a considerar también el coste de divulgar información privada, es decir, aquella que es del propietario por naturaleza, y cuya divulgación puede perjudicar a la empresa. Esta visión es la que asocia el coste de divulgar información con el coste del propietario. Es evidente que la divulgación de información desfavorable para la compañía tendrá un coste para ella, pero incluso la divulgación de información favorable sobre variables tales como cifras de ventas, beneficios, costes de operación, etc... puede ser perjudicial para la empresa en la medida en que resulte útil a otros colectivos tales como competidores o empleados (Verrecchia, 1983). Dye define información del propietario como aquella cuya divulgación puede afectar a los ingresos futuros de la compañía, generar acciones regulatorias, crear obligaciones legales, reducir la demanda de sus productos por parte de los clientes, inducir a sindicatos y proveedores a renegociar contratos, empeorar la posición crediticia de la empresa o, en general, cualquier información que tenga valor estratégico para la compañía (Dye, 1985).

Teoría de los costes políticos

Watts y Zimmerman introdujeron en 1978 el concepto de los costes políticos. El sector político tiene el poder de transferir la riqueza entre grupos en forma de nacionalización, expropiación, regulación o fragmentación de todo un sector, o bien de una compañía específica. En los casos en que estas acciones tengan un amplio apoyo de los votantes, los políticos tenderán a ponerlas en marcha. Sin embargo, las empresas tratarán de contrarrestarlas, y según la teoría, elegirán criterios contables y de divulgación de información que les permitan evitar la intervención del poder político (Watts & Zimmerman, 1978).

Teoría de los Stakeholders,

En 1962, Milton Friedman estableció, en su teoría de los Shareholders, que la única responsabilidad de las empresas es maximizar el beneficio para sus accionistas. Según Friedman, la única responsabilidad social de las empresas en las economías libres es utilizar sus recursos en actividades encaminadas a aumentar sus beneficios, siempre y cuando se respeten las reglas del juego, esto es, que la competencia sea abierta y libre, y en ausencia de fraude o engaño (Friedman, 2002).

Sin embargo, en 1984, Edmund Freeman desarrolló su teoría de los Stakeholders, que trata de dar respuesta a tres cuestiones fundamentales: cómo se puede crear valor en un mercado cambiante y globalizado, cuáles son las conexiones entre la ética y el capitalismo, y cómo debe ser la mentalidad de los directivos para gestionar las empresas y generar valor con criterios éticos. Para ello, la teoría de los stakeholders considera fundamental tener en cuenta las relaciones entre la empresa y los grupos o individuos que pueden verse afectados por ella. Defiende que una empresa debe entenderse como un conjunto de relaciones entre diferentes partes que tienen un interés en la actividad de la misma. Una empresa se basa, por tanto, en cómo los clientes, proveedores, empleados, fuentes de financiación (bancos, accionistas, etc.), comunidad y directivos, interactúan para crear valor y comerciar con él, y en cómo esas relaciones funcionan, se gestionan y evolucionan en el tiempo. Freeman trata de ampliar la teoría de Friedman sobre la responsabilidad de los gestores al defender que, para maximizar beneficios, la empresa debe generar productos y servicios que los clientes quieran y que funcionen como dicen que funcionan, debe tener unas relaciones sólidas con sus proveedores para conseguir el máximo rendimiento de las operaciones, debe contar con trabajadores comprometidos con su trabajo que compartan la visión y objetivos de la compañía, y debe actuar en un entorno que le apoye para que pueda crecer (Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & de Colle, 2010).

En cuanto a la aplicación de la teoría de los stakeholders a la divulgación de información, existen numerosos estudios que demuestran que la divulgación de información voluntaria está ligada de diversas maneras con los requerimientos de los stakeholders (Parmar et al., 2010).

2.5.2 Condicionantes para los directivos

Además de estas teorías que explican el comportamiento de las empresas en cuanto a la divulgación voluntaria de información así como sus beneficios potenciales, es interesante considerar también los factores que influyen en la actitud de los equipos directivos en este tema.

Necesidad de capital

La necesidad constante de capital es una de las principales razones por las que los equipos gestores deben explicar bien las características de la empresa a los inversores; la realidad es que compiten con otras empresas por el capital, y en cuanto una de ellas comienza a informar sobre un determinado aspecto para satisfacer las demandas de los inversores, las demás le seguirán (Financial Accounting Standards Board, 2001).

Continuidad en el puesto

En general, el consejo de administración y los inversores consideran a los directivos responsables del valor de la compañía. La infravaloración de la misma puede poner en peligro la continuidad del directivo, bien porque la compañía es absorbida por otra, dado su bajo precio, o bien como castigo a su mala gestión. Por lo tanto, el equipo gestor utilizará la divulgación voluntaria de información para prevenir la infravaloración de la compañía, así como para justificar unos malos resultados (Healy & Palepu, 2001).

Retribución en acciones

Si consideramos que la divulgación de información reduce las posibilidades de infravaloración de la compañía, los sistemas de compensación basados en acciones son un modo de reforzarla, ya que los directivos tienen un interés personal en aumentar la liquidez y el valor de sus propias acciones. En este sentido, se ha demostrado que los CEO's tienden a divulgar información de modo que maximice su compensación en opciones sobre acciones (Aboody & Kasznik, 2000). Por otra parte, en la medida en que no haya infravaloración de la compañía, estos esquemas reducirán otros costes de contratación de directivos, y harán que este sistema de remuneración sea eficaz (Healy & Palepu, 2001).

Demandas judiciales de los accionistas

La posibilidad de demandas judiciales de los accionistas, y los consiguientes costes legales, tiene un doble efecto en la actitud de los equipos gestores hacia la divulgación de información.

En general, los directivos tienden a informar rápidamente sobre las malas noticias. Si los inversores son sorprendidos con unos malos resultados, los equipos gestores se verán afectados en dos aspectos. Por una parte, la caída drástica de la cotización bursátil debido a los malos resultados ocasionará demandas por parte de los accionistas ya que les considerarán directamente responsables de no haber revelado los malos resultados a tiempo; por ello tendrán que afrontar los correspondientes costes legales. Por otra parte, afectará a su reputación y sufrirán una pérdida de confianza del mercado y de los analistas financieros (Skinner, 1994).

Sin embargo, los equipos gestores también evitarán divulgar información sobre previsiones; un error en las mismas podría ser interpretado como una manipulación malintencionada, en vez de como un simple error, y en consecuencia atraer consecuencias legales no deseadas (Healy & Palepu, 2001).

Demostración de competencias

En general, el valor de mercado de una compañía depende de la percepción de los inversores sobre la habilidad de sus directivos para adelantarse a los cambios futuros de su entorno económico y ajustar sus planes. La manera que tiene el equipo gestor de demostrar esta capacidad es informar a los inversores sobre cualquier cambio que identifique, tan pronto como tenga noticia de ello. En definitiva, la verdadera motivación del directivo al anticipar una información no es tanto traspasar dicha información a los inversores, sino demostrarles que la tiene y que, por lo tanto, tiene la habilidad de conseguirla (Trueman, 1986).

Carencias de la divulgación obligatoria

La divulgación voluntaria de información sirve también para completar la información obligatoria, que en ocasiones puede resultar incompleta o incluso confusa para los inversores. Los directivos, en su afán de proporcionar la mayor claridad posible, ampliarán la información obligatoria con otra no requerida (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005).

Precedentes

Una razón que esgrimen los directivos de las empresas para limitar la información voluntaria es evitar sentar un precedente sobre la divulgación. Muchos de ellos no quieren adquirir un compromiso que quizás no puedan mantener en el futuro, o que por alguna razón quieran evitar (Graham et al., 2005).

2.5.3 Efectos positivos de la divulgación voluntaria de información

Incremento de la liquidez de las acciones y reducción del coste de capital

Las empresas que son capaces de reducir la asimetría de información mediante un régimen divulgativo fuerte generan en los inversores la confianza de que la compraventa de acciones se realiza a un precio justo, lo cual incrementa la liquidez de dichas acciones en el mercado y reduce el coste de capital (Diamond & Verrecchia, 1991). Se entiende que el coste de capital de una compañía incluye una parte que corresponde a las dudas de los inversores acerca de la información suministrada, por ello, la reducción de tal incertidumbre llevará a una reducción de dicho coste (Financial Accounting Standards Board, 2001).

Mayor atención por parte de los analistas financieros

Los analistas financieros son una parte fundamental del mercado de capitales ya que elaboran las previsiones de beneficios, desarrollan recomendaciones de comprar o vender, y en general

proporcionan información útil para los inversores. Lang y Lundholm demuestran que las compañías con un régimen divulgativo sólido tienen mayor seguimiento por parte de los analistas, mayor consenso en cuanto a sus previsiones, éstas son más precisas, y además presentan menos volatilidad. Estos resultados sugieren, por tanto, que potencialmente tendrán más inversores, y los inversores tendrán menos dudas respecto al rendimiento futuro de la compañía (Lang & Lundholm, 1996).

2.5.4 Análisis coste - beneficio

La Tabla 2.2 presenta un análisis coste – beneficio cualitativo de la divulgación voluntaria de información para cada uno de los actores implicados: las empresas, y en consecuencia sus accionistas; los inversores; los directivos y la economía en general.

	Beneficios	Costes
Para las Compañías y sus Propietarios	Mayor acceso al mercado de capitales y menor variabilidad de los precios Menor coste de capital Mayor credibilidad y mejor relación con los inversores Menores costes de agencia	Pérdida de ventaja competitiva Debilidad en las negociaciones con empleados, proveedores, clientes y estructuras políticas.
Para los Inversores	Colocación más informada de su dinero	Interpretación y análisis de la información
Para los Equipos Gestores	Menor riesgo de ser demandados por ocultación de información Continuidad en el puesto Maximización de los ingresos Demostración de su talento	Mayor riesgo de ser demandados por previsiones erróneas Compromisos futuros
Para la Economía	Colocación más efectiva del capital Mercado de capitales más eficiente Mercado de capitales más líquido	Desarrollar, presentar, interpretar y analizar la información

Tabla 2.2: Análisis coste-beneficio de la divulgación voluntaria de información.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

3 Gestión de riesgos

3.1 Introducción

Es bastante evidente que la gestión del riesgo ha formado parte de la actividad humana desde el principio de los tiempos y que actualmente es un componente fundamental de la gestión empresarial (Hillson, 2007).

El riesgo es un hecho de la vida cotidiana. La innovación va siempre acompañada de riesgo, y la falta de seguridad no es un obstáculo para que las empresas exploren nuevos mercados, persigan nuevos objetivos, y traten de alcanzarlos con los medios a su alcance (Sison, 2000). Por eso, si la presencia de riesgo es reconocida y aceptada como inevitable, existe también una necesidad de afrontarlo y gestionarlo. La gestión de los riesgos es el esfuerzo para identificarlos, comprenderlos y responder a ellos (Hillson, 2007), y dado que el futuro es incierto, una adecuada gestión del riesgo se convierte en un componente fundamental de la capacidad de generar valor económico por parte de la empresa (López Lubián & García Estévez, 2010). La ventaja competitiva de las empresas reside, por tanto, en su capacidad para aprovechar las oportunidades que surgen mediante la cuidadosa gestión de los riesgos asumidos (Boatright, 2011; Bromiley, McShane, Nair & Rustambekov, 2014).

3.2 La gestión de riesgos corporativos (Enterprise Risk Management)

La gestión de riesgos comenzó a formar parte del proceso de toma de decisiones de las compañías después de la Segunda Guerra Mundial, entre los años 40 y 50 del siglo pasado. Tradicionalmente, la gestión de riesgos había estado asociada a la utilización de la industria aseguradora para proteger a las personas y a las compañías de pérdidas derivadas de accidentes, catástrofes naturales o errores humanos; para ello, las empresas contrataban seguros y transferían sus riesgos a las compañías aseguradoras. Sin embargo, a mediados de los años 50, cuando los seguros empezaron a ser muy costosos y no siempre completos, los gestores de las compañías empezaron a considerar alternativas a su contratación, y a analizar cómo se podían evitar estos riesgos, cómo reducir su impacto, e incluso, cómo financiarlos internamente.

El siguiente paso en la gestión de riesgos llegó en los años 70, cuando las compañías se plantearon cómo gestionar riesgos financieros tales como las fluctuaciones de los tipos de cambio, los precios de materias primas o los tipos de interés. La gestión de riesgos financieros

surgió con el desarrollo de los productos financieros derivados: forwards, futuros, opciones y swaps. Y una vez más, la existencia de un mercado de productos financieros llevó a los gestores a plantearse cuánto riesgo debían retener en la compañía y cuánto debían liberar a través de estos productos.

Además de la gestión financiera de los riesgos, bien a través de seguros o de productos financieros derivados, en los años 60 surgió una segunda línea de actuación en materia de gestión de riesgos: los planes de contingencia y de continuación de la actividad, y los sistemas de prevención (Dickinson, 2001; Dionne, 2013).

Sin embargo, a mediados de los años 90 surgió una nueva visión de la gestión de riesgos (Arena, Arnaboldi, & Azzone, 2010; Dickinson, 2001; Martínez Torre-Enciso & Casares San José-Martí, 2011; Shenkir & Walker, 2011), el Enterprise Risk Management (ERM), un nuevo concepto de gestión de riesgos corporativos que se presentó como un componente integral de la gestión empresarial. La función de gestión de riesgos pasaba así, de estar dispersa en diversas funciones periféricas, a situarse en el plano superior de las organizaciones: el nivel corporativo, con una visión integral de todos los riesgos de la empresa. Existen varias razones que justifican este nuevo enfoque:

- Los cambios en el entorno competitivo cada vez más turbulento, complejo y volátil. La aparición de áreas de bajo coste como China e India que propician la externalización de procesos de negocio; la necesidad de incorporar avances tecnológicos cada vez más complejos; la competencia en precios alimentada por la visibilidad que otorga Internet; las demandas de los clientes; la aparición de grupos de interés con exigencias relativas a los aspectos medioambientales o sociales; la contratación cada día más compleja con las administraciones públicas, etc... generan nuevos riesgos que las compañías deben considerar (Arena et al., 2010; Williams, Bertsch, Barrie, Ton van der Wiele, & et al, 2006).
- Los escándalos empresariales de los años 90 y 00 motivaron que el campo del gobierno corporativo se ampliase para cubrir los riesgos que la compañía asumía. Desde entonces, los gestores están obligados, bien por la legislación del país o por los Códigos de Buen Gobierno Corporativo, a informar sobre todos sus riesgos y los sistemas para gestionarlos (Arena et al., 2010; Dickinson, 2001).
- La aparición de los modelos de planificación estratégica de generación de valor. Estos modelos prestan más atención a los riesgos ya que la gestión de los mismos tiene como objetivo aumentar el valor de la empresa (Dickinson, 2001).

- La globalización de la actividad económica y de los mercados financieros. El conocimiento más o menos profundo de clientes, mercados o productos de una compañía podía ser suficiente en mercados domésticos, sin embargo, en economías abiertas, con inversiones, clientes y recursos financieros procedentes de diversos continentes, la gestión del riesgo es más compleja y demanda nuevos mecanismos internos que ayuden a esta gestión (Canals, 2010).

Al tratar de definir el Enterprise Risk Management, no encontramos una definición única, al contrario, encontramos un gran número de ellas, muchas recogidas por (Bromiley et al., 2014):

AS/NZS 4360 Risk Management Standard (1995): La gestión de riesgos incluye la cultura, los procesos y las estructuras dirigidas hacia la gestión eficiente de oportunidades potenciales y efectos adversos.

Holton (1996): ERM se basa en optimizar el proceso mediante el que se asumen riesgos.

Banham (1999): El objetivo de ERM es identificar, analizar, cuantificar y comparar todos los riesgos potenciales de una compañía derivados de sus actividades operativas, financieras y estratégicas.

Arthur Andersen - Described in Deloach and Temple (2000): ERM es un enfoque estructurado y disciplinado que alinea estrategia, procesos, personas, tecnología y conocimiento, con el propósito de evaluar y gestionar las incertidumbres a las que se enfrenta una compañía en su proceso de generación de valor. Es un enfoque holístico, integrado, que mira hacia adelante, orientado a procesos, que pretende manejar todos los riesgos, no solo financieros, y oportunidades de una empresa, con el objetivo de maximizar el valor generado para el accionista.

Miccolis (2000): ERM es un enfoque riguroso para evaluar y gestionar todos los riesgos que suponen una amenaza para alcanzar los objetivos estratégicos de una organización.

Deragon (2000): ERM busca gestionar sistemáticamente las interrelaciones con el objetivo de minimizar las divergencias, reducir riesgos y aumentar las sinergias.

Tillinghast-Towers Perrin (2001): ERM se define como la evaluación y resolución de riesgos, de cualquier tipo, que representan, bien amenazas materiales para obtener los objetivos de negocio, u oportunidades que aprovechar para obtener cierta ventaja competitiva.

Institute of Internal Auditors (2001): ERM es un enfoque riguroso y coordinado para evaluar y responder a todos los riesgos que afectan a la consecución de los objetivos estratégicos y financieros de una organización.

Dickinson (2001): ERM es el enfoque integrado y sistemático para la gestión de todos los riesgos a los que se enfrenta la compañía.

D'Arcy and Brogan - Casualty Actuary Society (2001): ERM es el proceso por el cual la compañía evalúa, controla, aprovecha, financia y monitoriza riesgos procedentes de todas las áreas posibles, con el objetivo de aumentar el valor de la compañía para sus accionistas.

Harrington et al. (2002): ERM es la idea que surgió a finales de los años 90 por la que una compañía debe identificar y, cuando sea posible, medir todas sus exposiciones a riesgos, incluyendo los operativos y competitivos, y gestionarlos en un marco unificado, en vez de en silos independientes como hacía la gestión de riesgos tradicional.

Meulbroek (2002): La gestión integrada de riesgos es la identificación y evaluación del conjunto de riesgos que afectan el valor de la compañía, y la implantación de una estrategia a nivel corporativo para gestionarlos.

Barton et al. (2002): La gestión de riesgos a nivel corporativo traslada la gestión de riesgos desde un enfoque estrecho, fragmentado, ad-hoc, a otro integrado, continuo y de visión amplia.

Verbrugge et al (2003): ERM es corporativo, no departamental, trata de gestionar todos los riesgos de la compañía, esto es, su estructura de pasivo, en un modo que ayude a los gestores a alcanzar su objetivo de maximizar el valor de los activos de la compañía. Esto supone un esfuerzo altamente coordinado para usar la parte derecha del balance para soportar la parte izquierda del mismo, que según dice la teoría financiera, es donde se crea la mayor parte del valor.

Lyenbarg and Hoyt (2003): A diferencia del enfoque tradicional de gestión de riesgos basado en silos o departamentos, el ERM permite a las compañías beneficiarse de un enfoque integrado que pasa de ser básicamente defensivo a ser ofensivo y estratégico. ERM permite a las empresas gestionar un amplio espectro de riesgos de una manera integrada.

Kleffner et al. (2003): A diferencia del enfoque tradicional de gestión de riesgos basado en silos o departamentos, el ERM requiere un enfoque a nivel compañía que sirva para identificar, evaluar y gestionar el riesgo.

Miller and Waller (2003): La gestión de riesgos integrada surge de la existencia de un amplio rango de incertidumbres que afectan al rendimiento de la compañía.

Sobel and Reding (2004): ERM es un enfoque estructurado y disciplinado que, a través de un enfoque integrado y holístico, ayuda a los gestores a comprender y gestionar las incertidumbres propias del negocio.

Committee of Sponsoring Organizations (2004): ERM es un proceso llevado a cabo por el Consejo de Administración de una compañía, equipo gestor y otras personas, aplicado a nivel estratégico y en toda la organización. Debe estar diseñado, por una parte, para identificar eventos potenciales que pueden afectar a la entidad, y por otra, para mantener el riesgo a asumir dentro del nivel de riesgo definido por la compañía. Su objetivo es asegurar razonablemente la obtención de los objetivos de la compañía.

Standard and Poor's (2008): Vemos ERM como un enfoque para asegurar que la compañía está atendiendo todos sus riesgos; un establecimiento de expectativas entre el equipo gestor, los accionistas y el Consejo en cuanto a qué riesgos se deben tomar y cuáles no; un conjunto de métodos para evitar situaciones que puedan generar pérdidas por encima del nivel de tolerancia de la compañía; un método para mover el foco desde el coste/beneficio al riesgo/recompensa; una forma de ayudar a los gestores y al Consejo a cumplir con su responsabilidad; un juego de herramientas para eliminar los riesgos excesivos; un sistema para seleccionar inteligentemente los riesgos que deben ser eliminados; y un lenguaje para comunicar los esfuerzos de la compañía para mantener un perfil de riesgo manejable.

ISO 31000 (2010): ERM es el conjunto de actividades coordinadas para dirigir y controlar una organización en lo relativo al riesgo.

Risk and Insurance Management Society (2011): ERM es una disciplina estratégica que soporta la consecución de objetivos de una organización mediante la gestión del espectro completo de sus riesgos y la gestión conjunta de los impactos de dichos riesgos.

Todas estas definiciones tienen muchos elementos en común pero también algunas diferencias. El análisis de las mismas nos permite hacer un compendio de todas ellas y elaborar una definición propia:

- ERM es un enfoque integrado de la gestión de todos los riesgos de la organización ...
- que le ayuda a mitigar las incertidumbres y efectos adversos que surgen como resultado de su actividad
- ... que le permite aprovechar las oportunidades que se le presentan,....
- ... alcanzar sus objetivos estratégicos,
- ... y maximizar el valor generado para el accionista.

3.3 Identificación y clasificación de riesgos

Evidentemente, no es posible listar aquí todos los riesgos a los que se enfrenta una organización porque al estar éstos ligados a los objetivos y la actividad de la misma solo cada empresa tiene la capacidad para elaborar su propio catálogo. La identificación de los riesgos depende del contexto, la industria o la estrategia elegida por la organización, y así, por ejemplo, los riesgos bajo el foco de atención de una entidad financiera no serán los mismos que los de una multinacional del sector industrial (Drew & Kendrick, 2005). Por lo tanto, la propia naturaleza de la empresa y la organización de sus actividades y negocios marcarán los riesgos a vigilar (Rodríguez López, Piñeiro Sánchez, & Llano Monelos, 2013).

Sin embargo, aun con un carácter generalista, encontramos diversos tipos de riesgos y diversos criterios para identificarlos y clasificarlos. El más habitual es el origen de los mismos, distinguiendo si se generan en el entorno externo o interno de la organización.

Las metodologías de gestión de riesgos “A Risk Management Standard” y “Enterprise Risk Management – Integrated Framework” utilizan este criterio para su fase de identificación de riesgos, distinguiendo entre factores externos o internos, y los sucesos que pueden emanar de ellos. Entre los factores externos, aparecen los relacionados con el entorno económico, medioambiental, político, social y tecnológico, y entre los factores internos destacan los relacionados con la infraestructura, el personal, los procesos y la tecnología.

Asimismo, Drew y Kendrick proponen una clasificación basada en el origen del riesgo, su impacto, posibilidad de ocurrencia y horizonte temporal (Drew & Kendrick, 2005).

Kaplan y Mikes clasifican los riesgos según su origen y el modo de gestionarlos, distinguiéndose riesgos evitables, riesgos estratégicos y riesgos externos. Riesgos evitables, principalmente internos, son los que surgen en la propia organización y deben ser eliminados o evitados; la clave para gestionarlos es la prevención, estableciendo mecanismos de control para que no se materialicen. Los riesgos estratégicos son aquellos que la compañía asume y cuyo tratamiento acertado supondrá una fuente de valor; en este caso, la clave es tener un sistema de gestión que permita reducir la probabilidad de que el riesgo ocurra y optimizar la capacidad de respuesta de la compañía en el caso de se produzca. Por último, los riesgos externos son aquellos que surgen por circunstancias externas a la compañía y están fuera de su control; en este caso, la mejor alternativa para gestionarlos es mitigar su impacto una vez que se producen (Kaplan & Mikes, 2012).

Sin embargo, las clasificaciones de riesgos más habituales son las basadas en el tipo de riesgo. Éstas utilizan categorías tales como riesgos estratégicos, financieros, operacionales, de azar, regulatorios, de cumplimiento, etc... y las encontramos en “A Risk Management Standard”, en la “Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas” de la CNMV, así como en otros trabajos (Shenkir & Walker, 2011; López Lubián & García Estévez, 2010; Cabedo & Tirado, 2004).

3.3.1 Riesgos estratégicos

Los riesgos estratégicos se definen como aquellos que están asociados con cambios básicos en la economía. Dado que los cambios en el entorno económico generan un nivel de incertidumbre alto, pudiendo afectar al rendimiento de la compañía y a la generación de valor, cualquier alteración significativa en el entorno en el que la compañía opera y compite puede suponer un riesgo (Cabedo & Tirado, 2004). Para identificar este tipo de riesgos, será necesario, por tanto, analizar los que proceden del entorno general de la empresa y los que proceden de su entorno competitivo (Pascual Camino, 2013).

En lo relativo a su entorno general, las empresas deben analizar los riesgos relacionados con la situación social y política en los diferentes ámbitos en los que opera, regional, nacional o internacional. El grado de estabilidad social y política, la madurez del modelo social, la identificación de los componentes de la sociedad con dicho modelo, y la frecuencia e impacto de los cambios regulatorios y normativos, son factores de riesgo a tener en cuenta. Adicionalmente, los riesgos globales, definidos por el World Economic Forum como “el suceso o condición que, si ocurre, puede causar un impacto negativo significativo en varios países o industrias en los próximos 10 años”, también deben ser considerados.

El World Economic Forum agrupa los riesgos globales en 5 categorías: económicos, medioambientales, sociales, geopolíticos y tecnológicos. En su informe anual del año 2016, “The Global Risks Report 2016” (The Global Competitiveness and Risks Team, 2016), identifica y analiza los siguientes riesgos:

Riesgos económicos: estallido de una burbuja en alguna gran economía o región; deflación en una gran economía o región; fallo de una institución financiera sistémica o sistema financiero; fallo o escasez de una infraestructura crítica (energía, transporte, comunicaciones); crisis de deuda soberana en economías clave; paro y subempleo estructural; comercio ilícito a gran escala (evasión de impuestos, crimen organizado, tráfico de personas, falsificación,...); volatilidad significativa de los precios de la energía; inflación inmanejable.

Riesgos medioambientales: sucesos meteorológicos extremos; falta de mitigación y adaptación al cambio climático; pérdida de biodiversidad y fallo de un ecosistema marino o terrestre; catástrofes naturales (terremotos, volcanes, etc.); catástrofes causadas por el hombre (contaminación radioactiva, derrames de petróleo, etc.).

Riesgos geopolíticos: colapso del gobierno nacional por corrupción o crisis política; conflicto entre estados; ataques terroristas a gran escala; colapso del estado por guerra civil o golpe de estado; despliegue de armas de destrucción masiva.

Riesgos sociales: planificación urbanística deficiente; crisis alimentarias; migraciones involuntarias; inestabilidad social profunda; crisis sanitarias; falta de agua potable.

Riesgos tecnológicos: consecuencias adversas de los avances tecnológicos (inteligencia artificial, bioingeniería, etc.); caída de infraestructura crítica de comunicaciones; ciberataque a gran escala; incidente de robo masivo de datos.

Adicionalmente, el informe señala las tendencias que pueden contribuir a amplificar los riesgos globales y alterar la relación entre ellos: el envejecimiento de la población; el cambio en las estructuras de gobierno supranacionales; el cambio climático; la degradación medioambiental; el crecimiento de la clase media en las economías emergentes; el aumento del sentimiento nacional a diferentes niveles; el aumento de la polarización de las sociedades; el crecimiento de las enfermedades crónicas; el aumento de la ciber dependencia, de la movilidad geográfica y de la desigualdad; los cambios en las estructuras de poder mundial; y la urbanización.

En lo relativo a su entorno competitivo, Pascual Camino indica que la empresa debe analizar los eventos que pueden modificar su posición en relación con los clientes, mercados y canales de distribución; productos y servicios; y competencia. Los riesgos más habituales son los relacionados con los cambios en las preferencias de los clientes y en la forma en la que éstos se relacionan con la empresa; la elección adecuada de los canales de distribución, la gestión del ciclo de vida del producto para adaptarse a las demandas del mercado, la aparición de nuevos productos sustitutivos, el riesgo de que surjan nuevos competidores en los mercados globales, así como la capacidad de innovación de la competencia y su agresividad comercial.

Aunque a menudo se habla de riesgos reputacionales (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004) no los incluiremos en nuestra clasificación. El riesgo reputacional se define como “cualquier riesgo, vinculado o no a la cadena de valor de una compañía, que afecte negativamente a la satisfacción de las expectativas de uno o más de sus grupos de interés estratégicos de manera suficientemente grave como para acarrear una respuesta por su parte

que menoscabe severamente la reputación corporativa” (Villafañe, 2011). Dado que prácticamente cualquier riesgo de la compañía puede tener impacto en su reputación, esta categoría de riesgo incluiría a todos los demás, porque, en realidad, el riesgo reputacional atiende a otro tipo de clasificación de riesgos, que estaría basada, no en el origen de los mismos, sino en los objetivos estratégicos a los que afectan.

3.3.2 Riesgos operacionales

El riesgo operacional se define como el riesgo de pérdida debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos, o bien a causa de acontecimientos externos (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004). Sin embargo, en general, se consideran riesgos operacionales aquellos cuyas causas surgen de la propia organización. Normalmente, son el resultado de una mala gestión de los principales procesos de la misma y, por lo tanto, ésta debería tener la capacidad de eliminarlos (Williams et al., 2006). Estos riesgos están estrechamente ligados al tipo de actividad desarrollado por la entidad, se extienden sobre diferentes aspectos de sus operaciones de explotación (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2013), y se originan en la forma en la que la organización ejecuta sus procesos de negocio y sus tareas de gestión (Rodríguez López et al., 2013).

Si utilizamos los factores internos descritos por la metodología Enterprise Risk Management – Integrated Framework, identificamos las siguientes categorías de riesgos operacionales:

Riesgos de la infraestructura: son los relacionados con la disponibilidad, capacidad, seguridad y accesibilidad de las instalaciones, y consideran los daños materiales que pueden afectar a las mismas, bien debidos al azar o bien por causas controlables y previsibles.

Riesgos del personal: son aquellos que afectan a las personas, o están causados por las personas. Los más relevantes son los relacionados con: la gestión del talento; las relaciones laborales, que incluyen todo lo relativo a derechos laborales, políticas laborales, entorno de trabajo y satisfacción de las personas; los riesgos laborales, en su acepción de seguridad en el trabajo; y la actividad fraudulenta interna que, además de la malversación y la apropiación indebida, incluye la publicación intencionada de información falsa y el uso de información privilegiada en beneficio propio.

Riesgos de los procesos de negocio: son los que tienen que ver con la actividad propia de la empresa. Distinguimos los riesgos de concentración de proveedores y clientes; riesgos de la cadena de suministro; riesgos de continuidad del negocio; y riesgos del proceso de producción

de bienes o servicios. Agruparemos también en esta categoría los llamados riesgos organizativos relacionados con el organigrama, la cultura y las políticas de la empresa.

Riesgos de las tecnologías de la información: son los relacionados con el uso, la propiedad, la operación, el desarrollo y la adopción de las tecnologías de la información en una organización. Se distinguen tres tipos: a) riesgos de generación de valor, relacionado con la oportunidad (o pérdida de la misma) de utilizar la tecnología para mejorar la eficiencia de los procesos de negocio o como facilitador de nuevas iniciativas de negocio; b) riesgos en el desarrollo de proyectos, que afectarán a la posibilidad de mejorar las soluciones de negocio a través de la tecnología; c) riesgos de operación y servicio de IT, asociados con todos los aspectos de disponibilidad, rendimiento, seguridad y cumplimiento de los sistemas (Information Systems Audit and Control Association, 2009).

3.3.3 Riesgos financieros

Los riesgos financieros son los que se derivan de las transacciones que implican la utilización de los derechos de cobro y las obligaciones de pago, así como de la operación en los mercados financieros (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2013). La CNMV distingue los siguientes:

Riesgos de Mercado, son los asociados a las fluctuaciones de ciertas variables de los mercados de capitales tales como:

- Tipo de interés. Las fluctuaciones de los tipos de interés afectarán a los activos y pasivos financieros de la compañía, tanto si son a tipo de interés fijo como a tipo de interés variable.
- Tipo de cambio. Cualquier transacción que implique flujos de entrada o salida en moneda extranjera implica un riesgo de tipo de cambio. Se pueden distinguir tres subgrupos de riesgos: a) operacionales, relacionados con la fluctuación de los tipos de cambio que afectan a transacciones operativas (ingresos, coste de las ventas, ..., b) financieros, asociados a instrumentos financieros y c) los derivados de la consolidación contable de las inversiones en filiales extranjeras.
- Precio de instrumentos financieros. Estos riesgos están relacionados con las inversiones en instrumentos financieros que realiza una compañía para obtener rentabilidad procedente de intereses, de dividendos o de las diferencias entre los precios de compra y venta.
- Precio de materias primas necesarias para el proceso productivo.

Riesgo de Crédito: es el derivado del posible incumplimiento de las obligaciones de pago que vinculan a las contrapartes de la compañía (clientes, proveedores, socios, prestatarios, entidades financieras).

Riesgo de Liquidez: es el que puede limitar la capacidad de la entidad para generar los recursos necesarios de efectivo para mantener su actividad y financiar las actividades necesarias para conseguir sus objetivos.

3.3.4 Riesgos de cumplimiento

Deloitte define el riesgo de cumplimiento como aquellas amenazas que surgen como resultado de la violación de leyes, regulaciones, códigos de conducta o normas de funcionamiento de la organización (Deloitte, 2015). La CNMV no utiliza la denominación de riesgos de cumplimiento sino la de riesgos regulatorios, pero se refiere igualmente a aquellos riesgos que se derivan de la legislación y regulaciones específicas que afectan a la entidad, incluyendo los derivados de regulación sectorial, de los regímenes fiscales aplicables, de obligaciones profesionales o códigos de conducta, así como de los derivados de obligaciones contractuales (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2013).

En base a estas definiciones, podemos identificar los siguientes subgrupos de riesgos:

Riesgos legales, surgen como resultado de la legislación vigente en cada una de las áreas donde opera la compañía, los regímenes fiscales aplicables y los acuerdos privados entre partes.

Riesgos regulatorios, generalmente se limitan a sectores regulados y se definen como el “deber jurídico de soportar el daño”, que surge como consecuencia de una intensa regulación por parte del Estado durante un proceso de liberalización (Rodríguez Bajón, 2012).

Riesgos de Gobierno Corporativo, relacionados con la estructura de capital de la sociedad, la Junta General, la composición y organización del Consejo de Administración, operaciones vinculadas e intragrupo, proceso de emisión de información financiera y remuneración de los consejeros.

Riesgos de Sostenibilidad, asociados a las relaciones con los grupos de interés y compromiso con las comunidades en donde la empresa se establece, la ética y el cumplimiento en materia de derechos humanos y medio ambiente.

Gestión de riesgos

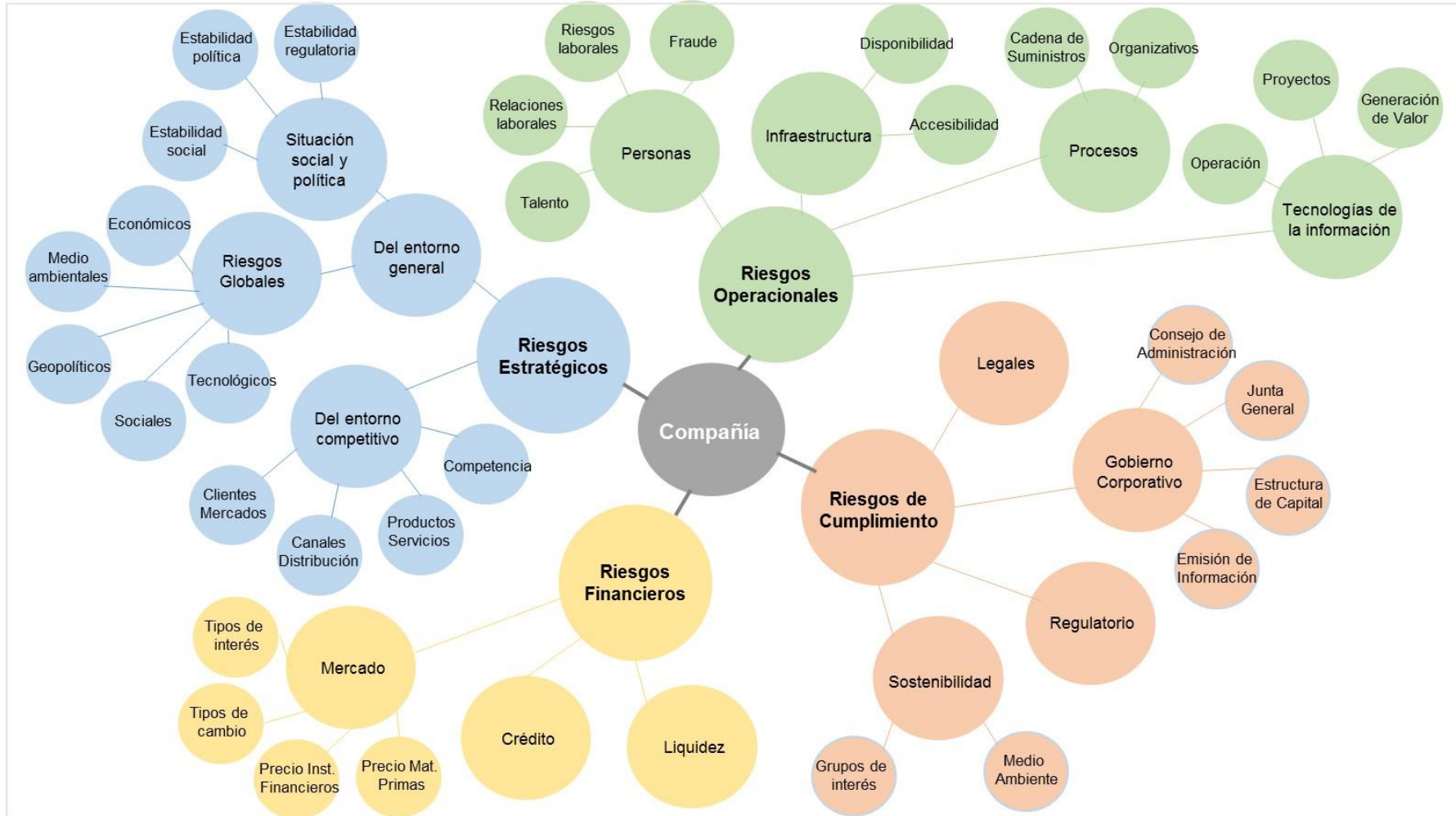


Figura 3.1: Diagrama de clasificación de riesgos.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

3.4 Modelos de Gestión de Riesgos

Del mismo modo que no existe una definición única para el Enterprise Risk Management, tampoco existe una metodología única para su puesta en práctica. Además de desarrollos propios que algunas empresas llevan a cabo, encontramos metodologías desarrolladas por organismos normalizadores nacionales e internacionales, y por asociaciones profesionales.

3.4.1 Organismos Normalizadores

La norma ISO 31000:2009 es actualmente la norma aceptada por la mayoría de los organismos normalizadores nacionales para la gestión del riesgo corporativo; sin embargo, anteriormente algunos países hicieron esfuerzos para elaborar normas sobre esta materia. Sin entrar en detalles sobre las mismas, merece la pena mencionar las siguientes:

NS 5814:1991: Requirements for Risk Analysis (reemplazada posteriormente por NS 5814:2008 Requirements for Risk Assessment), desarrollada en Noruega, se considera la primera norma publicada relativa a riesgos, aunque solo cubría el análisis de riesgos sin considerar los procesos de evaluación o gestión de los mismos.

AS/ANZ 4360:1995. Desarrollada en 1995 en Australia/New Zealand, revisada en 1999 y 2004 (AS/NZS 4360:2004), fue la base para la ISO 31000 y fue sustituida finalmente por la norma AS/NSZ ISO 31000: 2009 y el HandBook SA/SNZ HB 436:2013.

CAN/CSA Q850:97 Risk Management Guidance for Decision Makers, desarrollada en Canadá, fue sustituida por CAN/CSA ISO 31000-10 en 2010.

JIS Q2001:2001(E): Guidance for Development and Implementation of Risk Management System, desarrollada en Japón y reemplazada por la JIS Q 31000:2010.

BS 31100:2008 - Code of Practice for Risk Management, desarrollada en Reino Unido, fue reemplazada por la BS 31100:2011 Risk Management: Code of practice and guidance for the implementation of BS ISO 31000:2009.

ISO 31000:2009

ISO 31000:2009 es la norma internacional elaborada por el ISO/Technical Committee 262, que es el grupo de trabajo cuyo objetivo es la estandarización en el área de la gestión de riesgos. Desde su publicación en el año 2009, la norma ISO 31000:2009 ha sido adoptada por más de 30 países,

riesgo; mejorar la eficacia y la eficiencia operacional; aumentar las prestaciones en materia de salud y seguridad así como la protección ambiental; mejorar la prevención de pérdidas y la gestión de incidentes; minimizar las pérdidas; mejorar el aprendizaje de la organización y su resiliencia.

Elementos de la gestión de riesgos

La gestión de riesgos consiste en identificar los riesgos a los que se enfrenta la organización, analizarlos, y evaluar si se deben modificar mediante un tratamiento que satisfaga los criterios de asunción de riesgos establecidos. Durante todo este proceso, se comunica y consulta a las partes interesadas, y se realiza un seguimiento y revisión de los riesgos y de los controles implantados para asegurar que no es necesario un tratamiento adicional.

Según se aprecia en la Figura 3.3, la norma desarrolla tres elementos fundamentales necesarios para una gestión de riesgos eficaz: los principios que deben regir en la organización en cuanto a la gestión del riesgo, el marco de trabajo en el que ésta se produce, y el proceso específico de gestión del riesgo.

Principios

La norma presenta una relación de principios que deben regir la gestión del riesgo. Es importante que todos los miembros de la organización los asuman e interioricen, ya que son las bases del entendimiento común de lo que debe ser un sistema de gestión de riesgos eficaz.

Marco de Trabajo

La norma recomienda que las organizaciones desarrollen, implanten y mejoren de manera continuada, un marco de trabajo cuyo objetivo sea integrar el proceso de gestión del riesgo en los procesos de gobierno, de estrategia y de planificación, de gestión y de elaboración de informes, así como en las políticas, los valores y en la cultura de toda la organización. El objetivo es integrar la gestión del riesgo en el sistema de gestión global de la compañía.

Para ello, identifica los componentes necesarios de este marco de trabajo:

- el compromiso fuerte y sostenido de la alta dirección de la empresa, y una estrategia para que este compromiso cale entre todos los niveles de la organización;
- la comprensión de la organización y su contexto, tanto externo como interno, y de todas las variables que pueden afectar a los objetivos y al rendimiento de la organización en materia de gestión de riesgos;

- el establecimiento de una política de riesgos que indique claramente los objetivos de la misma, y los compromisos de la organización en cuanto a asignación de recursos, asignación de responsabilidades, medida del desempeño de la gestión de riesgos, etc;
- la estrategia para que la gestión de riesgos esté integrada con el resto de procesos de la organización;
- la asignación de responsabilidades, la dotación de los recursos necesarios, y los mecanismos de comunicación tanto internos como externos.

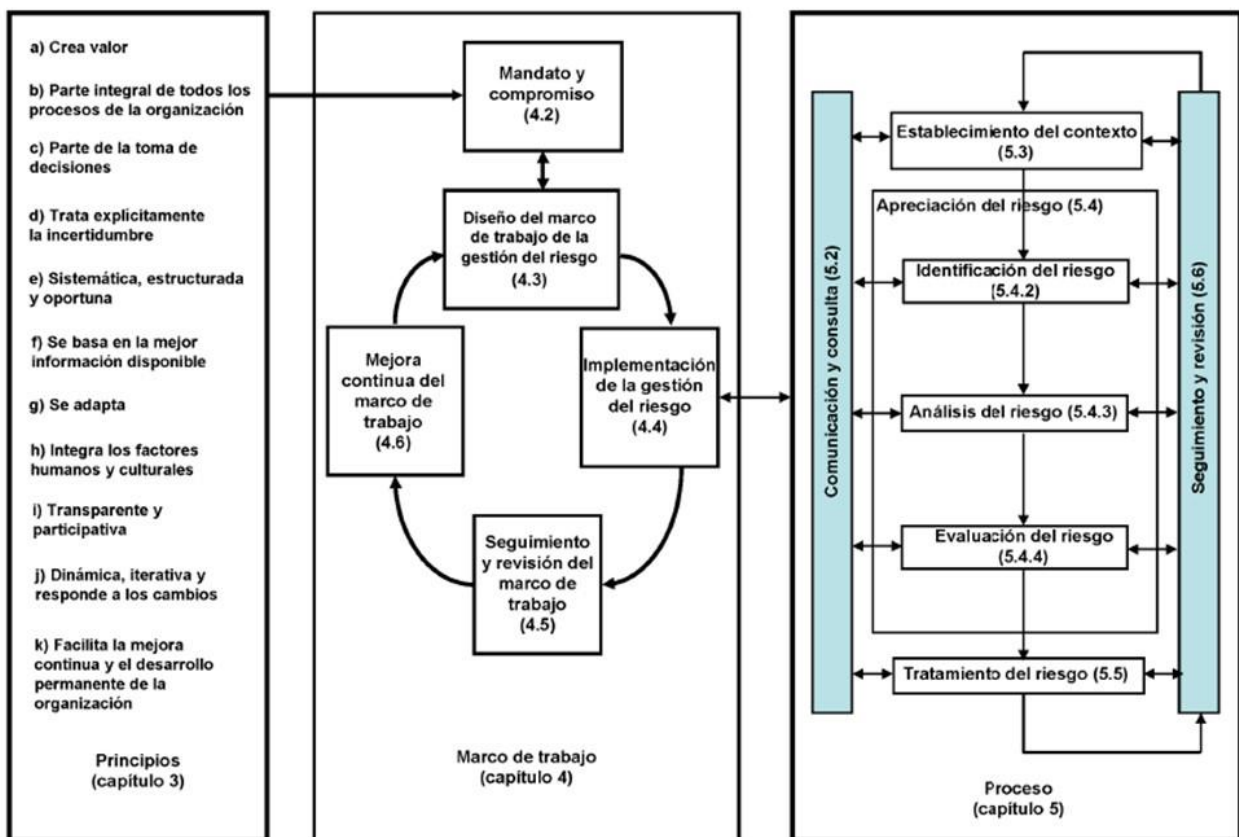


Figura 3.3: Relaciones entre los principios, el marco de trabajo y el proceso de gestión del riesgo según la norma ISO 31000.

Fuente: International Organization for Standardization, 2009.

Proceso

El proceso de gestión de riesgos debe ser una parte integrante de la gestión y de la cultura de la organización y debe adaptarse a sus procesos de negocio. Consta de siete elementos, situando los relativos a la apreciación del riesgo (identificación, análisis y evaluación) y su tratamiento, en el centro del proceso.

El primer paso, la identificación del riesgo, tiene como objetivo construir una lista exhaustiva de riesgos basada en los sucesos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de la organización. Se trata de identificar los orígenes de posibles riesgos, las áreas de impacto, los sucesos, todas las posibles causas y un amplio rango de consecuencias potenciales.

El siguiente paso, el análisis del riesgo, significa comprenderlo, identificar todas sus causas y fuentes, sus consecuencias positivas y negativas y la probabilidad de que éstas puedan ocurrir.

La finalidad del tercer paso, la evaluación del riesgo, es ayudar a tomar decisiones determinando los riesgos a tratar y la prioridad para llevar a cabo su tratamiento. Implica comparar el nivel de riesgo encontrado durante la fase de análisis con el nivel de riesgo aceptable o la tolerancia al riesgo de la organización.

El cuarto paso, el tratamiento del riesgo, supone la selección de una o varias opciones para modificar los riesgos identificados. Algunas de estas opciones pueden ser: evitar el riesgo, no iniciando o discontinuando la actividad que lo causa; aceptar el riesgo (para perseguir una oportunidad); eliminar la fuente de riesgo; alterar la probabilidad del riesgo; modificar las consecuencias; o compartir el riesgo con otras partes. En cualquier caso, la selección de la opción más apropiada debe arrojar un balance coste / beneficio razonable.

Adicionalmente, la norma ISO 31000:2009 presenta otras tres piezas fundamentales en el proceso de gestión de riesgos: el establecimiento del contexto, la comunicación y consulta, y el seguimiento y revisión.

El establecimiento del contexto permite a la organización definir los parámetros externos e internos a tener en cuenta en la gestión del riesgo. El contexto externo es el entorno en que la organización intenta conseguir sus objetivos; su comprensión es importante para asegurar que las inquietudes y objetivos de las partes interesadas externas se tengan en cuenta cuando se desarrollen los criterios de riesgo. Por otra parte, el contexto interno está constituido por todo aquello que puede influir en la manera en la que la organización gestionará el riesgo. Adicionalmente, se deben establecer objetivos, estrategias, alcance y parámetros de medida de todas aquellas partes de la organización donde se aplicará el proceso de gestión del riesgo, y se especificarán los recursos requeridos, las responsabilidades y los mecanismos de seguimiento necesarios. Por último, la organización debe definir los criterios que aplicará para evaluar la importancia del riesgo, reflejando los valores, los objetivos y los recursos de la organización; algunos estarán impuestos por requisitos legales o reglamentarios y otros serán definidos por la propia organización.

Las comunicaciones y consultas externas e internas son importantes para asegurarse de que las personas responsables de la implantación de la gestión del riesgo y las partes interesadas puedan emitir juicios sobre el riesgo basados en su percepción y conocimiento, además les permitirá comprender las bases que han servido para tomar decisiones y las razones por las que determinadas acciones son necesarias.

Por último, el proceso de gestión del riesgo debe vigilarse y someterse a una verificación periódica con el objetivo de asegurar que los controles son eficaces, detectar cambios en el contexto, conseguir la información para mejorar la apreciación del riesgo, analizar y sacar conclusiones de los sucesos, e identificar riesgos emergentes.

Hay que mencionar que la norma ISO 31000:2009 - Risk management – Principles and guidelines está completada con los siguientes documentos: ISO Guide 73:2009 - Risk management – Vocabulary; ISO/IEC 31010:2009 - Risk management – Risk assessment techniques e ISO/TR 31004:2013 - Risk management -- Guidance for the implementation of ISO 31000.

3.4.2 Asociaciones Profesionales

Numerosas organizaciones profesionales han desarrollado también su propia metodología para la gestión de riesgos. Aún siendo COSO – Enterprise Risk Management – Integrated Framework la más conocida, merece la pena citar algunas otras con reconocimiento internacional.

A Risk Management Standard. Fue desarrollada en 2002 por las tres asociaciones británicas de gestión de riesgos: el Institute of Risk Management (IRM), la Association of Insurance and Risk Managers (AIRMIC) y ALARM (National Forum for Risk Management in the Public Sector). Fue adoptada también por Ferma (Federation of European Risk Management Associations).

Open Compliance and Ethics Group (OCEG) Red Book 2.0:2009. El Governance, Risk and Compliance Capability Model aporta un enfoque integrado para el gobierno corporativo, el riesgo y el cumplimiento.

También son importantes los trabajos realizados en esta área por el **European Foundation for Quality Management** y por la **Casualty Actuarial Society (CAS)**. Asimismo, aun cuando quedan fuera del alcance de este trabajo, también merece la pena mencionar Basilea II (2004) y Solvencia II (2009) que dan directrices para la gestión de riesgos para entidades financieras y entidades aseguradoras respectivamente.

Por último, mencionamos **RIMS Risk Maturity Model for Enterprise Risk Management**, ©2006 by Risk and Insurance Management Society, Inc. porque, aun no siendo una metodología en sentido estricto, es una herramienta para la evaluación del grado de implantación de la gestión del riesgo en una organización.

COSO 2004 - Enterprise Risk Management – Integrated Framework

La gran explosión del Enterprise Risk Management llegó en el año 2004, con la publicación del *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* por COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2004). En ese año, la revista Harvard Business Review lo incluyó en su listado de “Breakthrough Ideas for 2004” bajo el siguiente titular: “*El temor al riesgo puede limitar la capacidad de una compañía para competir agresivamente. Sin embargo, un nuevo marco para la gestión de riesgos puede convencerle de que es posible evaluar sistemáticamente todos los peligros a los que se enfrenta, sin reducir el entusiasmo emprendedor de sus gestores*” (Buchanan, 2004).

COSO fue creado en 1985 para liderar la National Commission on Fraudulent Financial Reporting, iniciativa del sector privado cuyo objetivo era identificar las causas que llevaban a las compañías a cometer fraude en la emisión de su información financiera. La comisión estaba formada por cinco asociaciones profesionales estadounidenses: American Accounting Association (AAA), American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), Financial Executives International (FEI), The Institute of Internal Auditors (IIA), National Association of Accountants (actualmente the Institute of Management Accountants [IMA]). Además, contaba con representantes de la industria, bancos de inversión y la New York Stock Exchange. El primer presidente de la Comisión fue James C. Treadway, Jr. por lo que se suele utilizar la denominación “Treadway Commission”.

El objetivo de COSO es generar ideas respecto a tres materias interrelacionadas: la gestión del riesgo, el control interno, y la lucha contra el fraude. Además de la publicación en 2004 de ERM - Integrated Framework y otros documentos relativos, COSO publicó en 1992 su Internal Control – Integrated Framework, que fue adoptado por un gran número de compañías estadounidenses para cumplir con los requisitos impuestos por la Sarbanes – Oxley Act of 2002 en materia de Control Interno. Este framework fue revisado y reeditado en 2013. Por otra parte, en el área de fraude, COSO ha publicado dos estudios de investigación: el primero, en 1999, *Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997*, y el segundo, en 2010, *Fraudulent Financial Reporting: 1998-2007* (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2016).

La premisa de partida del modelo de gestión de riesgos de COSO es que todas las organizaciones deben afrontar riesgos, y que el reto de los equipos gestores es determinar cuánto riesgo deben aceptar en su esfuerzo para aumentar el valor para el accionista. La incertidumbre genera riesgos, pero también oportunidades, y tiene el potencial de destruir o generar valor respectivamente. Por lo tanto, el valor se maximiza cuando el equipo gestor establece los objetivos y estrategias de la compañía para alcanzar un equilibrio óptimo entre crecimiento, retorno de la inversión y riesgo.

El modelo COSO de 2004 se basa en un esquema tridimensional que contempla: los objetivos de la organización, los diferentes niveles de la misma y los elementos de la gestión de riesgos.

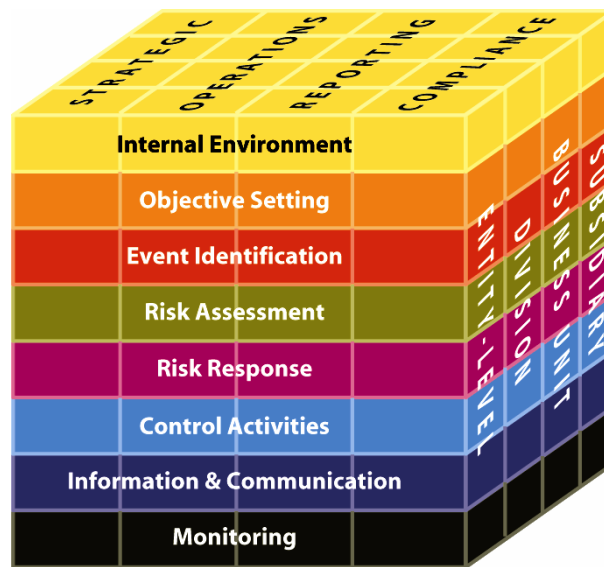


Figura 3.4: Modelo COSO II: Enterprise Risk Management – Integrated Framework.

Fuente: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2004

Objetivos

Dado que el objetivo último de la gestión de riesgos es la consecución de los objetivos de la organización, ésta debe ser aplicable a todos los objetivos de la misma; por lo tanto, una de las dimensiones del modelo recoge:

- los objetivos estratégicos, objetivos a alto nivel de la compañía, alineados con su misión.
- los objetivos operacionales, relacionados con el uso eficiente de los recursos.
- los objetivos de reporting, relacionados con la fiabilidad de la información.
- los objetivos de cumplimiento, relacionados con las leyes y la regulación aplicable.

Unidades Organizativas

Por otra parte, el proceso de la gestión de riesgos es aplicable, bien a toda la organización, o bien solo a alguna de sus unidades; por eso, en la segunda dimensión del modelo, encontramos la organización completa, así como sus subsidiarias, divisiones y unidades de negocio.

Proceso de gestión de riesgos

La tercera dimensión del modelo es el proceso de gestión de riesgos en sí, que consta de ocho elementos:

Entorno interno: sienta las bases sobre cómo las personas ven y manejan el riesgo. Engloba la cultura de la organización, incluyendo la filosofía de gestión de riesgos, la actitud y tolerancia hacia el riesgo, los valores éticos, y el contexto en el cual la organización opera.

Establecimiento de Objetivos: El proceso de gestión de riesgos debe garantizar la existencia de un proceso de establecimiento de objetivos que soporten la misión de la organización y que sean consistentes con la actitud hacia el riesgo de la misma.

Identificación de Sucesos: Se deben identificar todos los sucesos externos e internos que puedan afectar a la consecución de objetivos, distinguiendo entre riesgos y oportunidades.

Evaluación del riesgo: Los riesgos se analizan, considerando su posibilidad de ocurrir y su impacto, estableciéndose así las bases para determinar cómo deberán manejarse.

Respuesta al Riesgo: El equipo gestor selecciona una de las opciones posibles de respuesta: evitar, aceptar, reducir o compartir, desarrollando una serie de acciones que alineen los riesgos con la tolerancia y la actitud de la organización hacia el riesgo.

Actividades de Control: La organización debe establecer políticas y procedimientos que aseguren que las respuestas a los riesgos que hayan sido acordadas se lleven efectivamente a cabo.

Información y Comunicación: La comunicación en la organización debe ser fluida en todas las direcciones de modo que todos los implicados dispongan de la información necesaria para cumplir con sus responsabilidades.

Seguimiento: El seguimiento del proceso de gestión de riesgos es básico para que esté vivo, se evalúe y se modifique según sea necesario.

Por último, cabe destacar que la gestión de riesgos no es un proceso en cadena donde cada componente afecta al siguiente, sino que es un proceso multidireccional, iterativo y donde cualquier componente afecta a otro.

COSO Enterprise Risk Management – Integrated Framework consta de dos documentos: COSO Enterprise Risk Management – Integrated Framework que a su vez incluye un Executive Summary y el Framework, y el COSO Applications Techniques, que proporciona ejemplos prácticos de cómo implantar la gestión de riesgos en diferentes áreas de la organización.

COSO 2017 - Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance

En junio de 2017, COSO publicó una revisión de su metodología de gestión de riesgos a la que denominó *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, que destaca la importancia de considerar el riesgo tanto en el establecimiento de la estrategia de la compañía como en la ejecución de la misma (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2017).

Una de las principales novedades de esta nueva metodología es la aplicación del Enterprise Risk Management al proceso de planificación estratégica. El ERM tradicional se basa en gestionar aquellos riesgos que, en caso de materializarse, pueden impedir que la compañía alcance sus objetivos. Sin embargo, el nuevo ERM de COSO proporciona también una metodología para determinar si la estrategia de la compañía es la adecuada, para evaluar si esta estrategia está alineada con la misión, visión y valores de la compañía, y para analizar las implicaciones de la estrategia elegida en comparación con el riesgo que está dispuesta a asumir.

La otra gran novedad es que proporciona un esquema de trabajo basado en 20 principios agrupados en 5 componentes interrelacionados. Estos componentes son:

Gobierno y Cultura: Gobierno se refiere a establecer el tono de la organización, reforzar la importancia de la gestión de riesgos corporativa y establecer las responsabilidades de supervisión de ésta. Cultura se refiere a los valores éticos, comportamientos deseados y comprensión del riesgo en la organización.

Estrategia y establecimiento de objetivos: La gestión de riesgos, la estrategia y el establecimiento de objetivos se deben unir en el proceso de planificación estratégica. Por una parte, se establece el nivel de riesgo de la compañía y se alinea con la estrategia; por otra, los objetivos de negocio llevan la estrategia a la práctica y sirven de base para identificar, evaluar y responder a los riesgos.

Desempeño: Es necesario identificar y evaluar todos los riesgos que pueden afectar a la implantación de la estrategia definida y a la consecución de los objetivos de negocio; deben priorizarse, y seleccionarse los mecanismos de respuesta, y debe desarrollarse una visión conjunta de la cantidad de riesgo asumida que se utilizará para informar a los grupos de interés.

Evaluación y revisión: El funcionamiento de la gestión de riesgos se debe evaluar constantemente mediante el análisis del desempeño de la compañía. Es necesario identificar aquellos elementos que requieran ser modificados, e implantar los cambios requeridos.

Información y comunicación: La gestión de riesgos requiere un proceso continuo de intercambio de información, tanto desde fuentes internas como externas, que fluya en todas las direcciones de la organización.

Los principios asociados a cada uno de estos componentes de la metodología que definen el esquema de trabajo se pueden observar en la figura 3.5.



Figura 3.5: Principios Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance.

Fuente: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2017.

4 Regulaciones nacionales e internacionales sobre la divulgación de información sobre riesgos

4.1 La divulgación de riesgos bajo el marco regulatorio español

Las obligaciones de las sociedades cotizadas no financieras en materia de gestión de riesgos corporativos deben analizarse considerando dos niveles: por un lado, las normas de obligado cumplimiento contenidas en la Ley de Sociedades de Capital y demás disposiciones legales aplicables, y por otro, las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas elaborado por la CNMV, de carácter estrictamente voluntario, pero sujetas al principio de “cumplir o explicar”.

En ambos casos, encontramos directrices relativas a dos asuntos: el primero, relativo a la obligación de las compañías de informar sobre los riesgos y sistemas de gestión de los mismos, y el segundo, sobre la responsabilidad del Consejo de Administración y sus Comités en la función de control y gestión de riesgos. A continuación, se presenta un breve resumen del desarrollo regulatorio que han tenido estas materias en los últimos años.

4.1.1 Obligación de informar sobre riesgos y sistemas de gestión de riesgos

4.1.1.1 En el Informe Anual de Gobierno Corporativo

La primera mención sobre la necesidad de informar sobre los sistemas de control de riesgos apareció en el informe de la Comisión Aldama, publicado en enero de 2003, en el que, entre otras cuestiones, se establecían los principios de transparencia y el deber de informar. El informe describía el contenido de la información que las sociedades cotizadas tenían que hacer pública, y mencionaba los "*sistemas de control del riesgo*", indicando que, "*se trata de hacer públicos los dispositivos de control establecidos para evaluar, mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad*".

Meses más tarde, la Ley 26/2003, de 17 de julio, incorporó esta recomendación en la Ley de Mercado de Valores mediante el artículo 116 de esta última, el cual establecía la obligatoriedad y el contenido del informe anual de gobierno corporativo. Este artículo describía el contenido mínimo del informe, y determinaba que su apartado d) incluiría los "*sistemas de control del riesgo*".

El 26 de diciembre de 2003, el Ministerio de Economía publicó la Orden ECO/3722/2003 en la que desarrolló el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo, especificando que la sociedad debía *“señalar si existen sistemas de control del riesgo relacionado con las actividades desarrolladas por la sociedad. La descripción de los sistemas de control de riesgo contendrá, al menos, la indicación de los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de los sistemas de control de riesgos adaptados al perfil de riesgo de la sociedad”*.

Como complemento a lo anterior, la Circular 1/2004 de 17 de marzo de la CNMV desarrolló más ampliamente el contenido del informe anual de gobierno corporativo, indicando que su apartado D, dedicado al Sistema de Control de Riesgos, debía incluir:

D.1 Descripción general de la política de riesgos de la sociedad y/o su grupo, detallando y evaluando los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de dichos sistemas al perfil de cada tipo de riesgo.

D.2 Los sistemas de control establecidos para evaluar, mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad y su grupo.

D.3 En el supuesto de que se hubiesen materializado algunos de los riesgos que afectan a la sociedad y/o su grupo, las circunstancias que los han motivado y si han funcionado los sistemas de control establecidos.

D.4 Si existe alguna comisión u otro órgano de gobierno encargado de establecer y supervisar estos dispositivos de control y cuáles son sus funciones.

D.5 Los procesos de cumplimiento de las distintas regulaciones que afectan a su sociedad y/o a su grupo.

Años más tarde, tras la aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006, la CNMV publicó la Circular 4/2007, de 27 de diciembre, que ajustó la obligatoriedad de informar sobre el grado de seguimiento de la sociedad de las recomendaciones de gobierno corporativo del nuevo código.

Este nuevo código había introducido, además, la Recomendación 49, que aportaba detalles sobre cómo debía ser la política de control y gestión de riesgos de la sociedad, indicando que ésta debía incluir, al menos:

a) Los distintos tipos de riesgo (operativos, tecnológicos, financieros, legales, reputacionales...) a los que se enfrenta la sociedad, incluyendo entre los

financieros o económicos, los pasivos contingentes y otros riesgos fuera de balance.

b) La fijación del nivel de riesgo que la sociedad considere aceptable.

c) Las medidas previstas para mitigar el impacto de los riesgos identificados, en caso de que llegaran a materializarse.

d) Los sistemas de información y control interno que se utilizarán para controlar y gestionar los citados riesgos, incluidos los pasivos contingentes o riesgos fuera de balance.

La siguiente modificación en la legislación en materia de riesgos tuvo lugar con la Ley de Economía Sostenible 2/2011 del 4 de marzo, la cual, en virtud de su disposición final quinta, derogó el artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores, desarrollando en ésta un nuevo Capítulo VI - Del informe anual de gobierno corporativo, y el nuevo artículo 61 bis, aun cuando no hubo cambios significativos en materia de riesgos.

Con objeto de adaptar el informe anual de gobierno corporativo a los cambios habidos en la Ley de Mercado de Valores, el Ministerio de Economía y Competitividad publicó la Orden ECC/461/2013 de 20 de marzo, actualmente en vigor, que derogó la ECO/3722/2003 y desarrolló el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo, indicando que, en relación a los sistemas de control de riesgo: “*Se señalarán los principales riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio, los riesgos que se han materializado durante el ejercicio, el alcance de los sistemas de gestión, los órganos responsables de su elaboración y ejecución, el nivel de tolerancia y descripción de los planes de respuesta y supervisión*”.

A raíz de esta nueva orden, el 12 de junio de 2013 la CNMV publicó la Circular 5/2013, que además de derogar las anteriores, 1/2004 y 4/2007, modificaba el modelo de informe anual de gobierno corporativo y señalaba nuevos requerimientos de información en materia de riesgos:

E.1 El alcance del Sistema de Gestión de Riesgos de la Sociedad.

E.2 Los órganos de la Sociedad responsables de la elaboración y ejecución del Sistema de Gestión de Riesgos.

E.3 Los principales riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio.

E.4 Si la entidad cuenta con un nivel de tolerancia al riesgo.

E.5 Qué riesgos se han materializado durante el ejercicio.

E.6 Los planes de respuesta y supervisión para los principales riesgos de la entidad.

La revisión en 2013 del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas no incorporó ningún cambio significativo en materia de riesgos, exceptuando que la Recomendación 49 fue renumerada como Recomendación 44.

El 4 de diciembre de 2014, mediante la Ley 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, quedó definitivamente derogado el artículo 61 bis de la Ley de Mercado de Valores y fue incluido en la Ley de Sociedades de Capital como artículo 540. Este artículo describe el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo, y da visibilidad específica a los riesgos fiscales al establecer que el apartado e) incluirá los “*sistemas de control del riesgo, incluido el fiscal*”.

En este sentido, la CNMV publicó la Circular 7/2015 de 22 de diciembre, mediante la que adaptó el contenido del informe anual de gobierno corporativo para incluir esta mención expresa a los riesgos fiscales. Los requerimientos en materia de riesgos quedan, por tanto, como siguen:

E.1 El alcance del Sistema de Gestión de Riesgos de la Sociedad, incluidos los de naturaleza fiscal.

E.2 Los órganos de la Sociedad responsables de la elaboración y ejecución del Sistema de Gestión de Riesgos, incluido el fiscal.

E.3 Los principales riesgos, incluidos los fiscales, que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio.

E.4 Si la entidad cuenta con un nivel de tolerancia al riesgo, incluido el fiscal.

E.5 Qué riesgos, incluidos los fiscales, se han materializado durante el ejercicio.

E.6 Los planes de respuesta y supervisión para los principales riesgos de la entidad, incluidos los fiscales.

Adicionalmente, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado en 2015, mantiene una recomendación específica en materia de riesgos, numerada en este caso como Recomendación 45, que modifica ligeramente la anterior Recomendación 44, para especificar que la política de control y gestión de riesgos debe incluir diferentes tipos de riesgos, quedando como sigue:

a) Los distintos tipos de riesgo, financieros y no financieros (entre otros los operativos, tecnológicos, legales, sociales, medio ambientales, políticos y reputacionales) a los que se enfrenta la sociedad, incluyendo entre los financieros o económicos, los pasivos contingentes y otros riesgos fuera de balance.

b) La fijación del nivel de riesgo que la sociedad considere aceptable.

c) Las medidas previstas para mitigar el impacto de los riesgos identificados, en caso de que llegaran a materializarse.

d) Los sistemas de información y control interno que se utilizarán para controlar y gestionar los citados riesgos, incluidos los pasivos contingentes o riesgos fuera de balance.

4.1.1.2 En el Informe de Gestión

La inclusión de la información sobre riesgos en el informe de gestión se aprobó en el año 2001 mediante la Directiva 2001/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de septiembre, que modificó la Directiva 78/660/CEE, relativa a las cuentas anuales, para que ésta reflejase en su artículo 46.2 que el informe de gestión debe incluir *“indicaciones con respecto al uso de instrumentos financieros por la sociedad, y cuando resulte relevante para la valoración de sus activos, pasivos, situación financiera y ganancias o pérdidas, los objetivos y políticas de gestión de riesgo financiero de la sociedad, y la exposición de la sociedad al riesgo de precio, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de flujo de caja”*.

Posteriormente, la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2003, modificó también el artículo 46.1 de la Directiva 78/660/CEE, la cual establecía que el *“informe de gestión debe contener al menos una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad”*, para que reflejase: *“el informe anual de gestión deberá contener al menos una imagen fiel de la evolución, los resultados de los negocios y la situación de la sociedad, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta”*.

En España, estos cambios se articularon mediante la Ley 62/2003 de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, la cual, en su artículo 106.6 modificó el artículo 49 del Código de Comercio para que reflejase no solo que *“El informe de gestión consolidado deberá contener la exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación*

del conjunto de las sociedades incluidas en la consolidación”, sino también, ” así como una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta”.

Adicionalmente, el artículo 106.7 introdujo un nuevo apartado en el citado artículo 49 por el que se establecía que:

Con respecto al uso de instrumentos financieros, y cuando resulte relevante para la valoración de los activos, pasivos, situación financiera y resultados, el informe de gestión incluirá lo siguiente:

a) Objetivos y políticas de gestión del riesgo financiero de la sociedad, incluida la política aplicada para cubrir cada tipo significativo de transacción prevista para la que se utilice la contabilidad de cobertura.

b) La exposición de la sociedad al riesgo de precio, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de flujo de efectivo.

Sin embargo, el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas no fue modificado, y estos cambios solo se reflejaron años más tarde en el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital publicada el 3 de julio de 2010.

Adicionalmente, el Real Decreto-Ley 18/2017, de 24 de noviembre, que traslada la Directiva 2014/95/UE, estableció que las grandes empresas que sean entidades de interés público, que en sus fechas de cierre del balance superen el criterio de un número medio de empleados superior a 500 durante el ejercicio, y que además cumplan una serie de requisitos en materia de volumen de activos y de negocio, incluirán en el informe de gestión un estado no financiero que contenga información necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación de la empresa, así como el impacto de su actividad en relación a cuestiones medioambientales y sociales, al personal, al respeto de los derechos humanos, y a la lucha contra la corrupción y el soborno. En materia de riesgos incluirá:

- los principales riesgos relacionados con esas cuestiones vinculados a las actividades de la empresa, entre ellas, cuando sea pertinente y proporcionado, sus relaciones comerciales, productos o servicios que puedan tener efectos negativos en esos ámbitos, y cómo la empresa gestiona dichos riesgos.

- una descripción de las políticas que aplica la empresa en relación con dichas cuestiones, que incluya los procedimientos de diligencia debida aplicados.

Entendiendo por diligencia debida las actuaciones realizadas para identificar y evaluar los riesgos, así como para su verificación y control, incluyendo la adopción de medidas.

4.1.1.3 En la Memoria

El International Accounting Standard Board (IASB) es una organización de interés público, sin ánimo de lucro, dedicada al desarrollo de normas internacionales contables y de información financiera; su objetivo es que dicha estandarización dote de transparencia, responsabilidad y eficiencia a los mercados financieros de todo el mundo. Las normas desarrolladas por este organismo se conocen como IFRS (International Financial Reporting Standard) o NIIF (Norma Internacional de Información Financiera). Hay que recordar que este organismo sucedió al International Accounting Standard Committee (IASC) cuyas normas se denominaron IAS (International Accounting Standard) o NIC (Norma Internacional Contable).

El 83% de los países del mundo han aprobado la implantación de las NIIFS (IFRS Foundation & IASB, 2016). En concreto, el 19 de julio de 2002, la Unión Europea aprobó, en su Reglamento (CE) nº 1606/2002, que a partir de 2005 todas las compañías cotizadas de la Unión debían presentar sus cuentas consolidadas de acuerdo a las NIIFs.

En relación a la información sobre riesgos, en el año 2005 se publicó la NIIF 7 denominada Instrumentos Financieros – Información a revelar, por la que se establece la obligatoriedad de las empresas de informar sobre los riesgos financieros a los que se enfrentan, tanto cuantitativamente como cualitativamente. La norma entró en vigor para todos los períodos contables iniciados a partir del 1 de enero de 2007. Su objetivo es establecer desgloses que permitan a los usuarios de los estados financieros evaluar la importancia de los instrumentos financieros para una entidad, la naturaleza y el alcance de sus riesgos y la forma en que los gestiona. La NIIF 7 requiere desgloses cualitativos sobre la exposición a cada tipo de riesgo y la forma en que se gestionan dichos riesgos, y desgloses cuantitativos sobre la exposición a cada tipo de riesgo, separando el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado (Deloitte, 2014).

La articulación en España de esta normativa se llevó a cabo mediante la Orden JUS/206/2009 del Ministerio de Justicia, publicada tras la aprobación del Plan General de Contabilidad en 2007, por la que se desarrolló el contenido de la memoria que debía acompañar a las cuentas anuales. Esta orden establecía, en su apartado 9. Instrumentos Financieros, que es necesario aportar información sobre la naturaleza y el nivel de riesgo procedente de instrumentos financieros. Distinguía entre información cualitativa y cuantitativa.

Regulaciones nacionales e internacionales sobre la divulgación de información sobre riesgos

Mandato		1990's	2000's	2010's
Establece la necesidad de informar sobre los sistemas de control de riesgos	R		 (ene 2003)	
Establece la obligatoriedad de un Informe Anual de Gobierno Corporativo que incluya los sistemas de gestión de riesgos	L		 (jul 2003)	  (mar 2011) (dic 2014)
Determina del contenido y estructura específicos del Informe Anual de Gobierno Corporativo	L		 (dic 2003)	 (mar 2013)
Establece el modelo obligatorio de Informe Anual de Gobierno Corporativo	L		  (mar 2004) (dic 2007)	  (jun 2013) (dic 2015)
Describe los elementos que la política de riesgos debe contener	R		 (mayo 2006)	 (feb 2015)
Establece que el Informe de Gestión debe describir los principales riesgos e incertidumbres	L		 (dic 2003)	 (jul 2010)
Establece que el Informe de Gestión debe informar sobre riesgos en materias sociales, diversidad y medioambientales.	L			  (nov 2017)
Establece que la Memoria anual debe incluir la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros	L		 (ene 2009)	 (may 2017)
Propone un modelo de IRSE en el que establece como temas a tratar los riesgos sectoriales y de la sociedad.	R			  (mar, may 2011)

Legislación	Recomendaciones
 Ley de Mercado de Valores 24/1988	 Informe Olivencia (1998)
 Ley de Sociedades de Capital RDL 1/2010	 Informe Aldama (2003)
 Código de Comercio	 Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2006)
 Ley de Economía Sostenible 2/2011	 Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
 Orden ECC / 461 / 2013	 Documento del CERSE: "Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad"
 Orden ECO / 3722 / 2003	
 Circular 7/2015	
 Circular 5/2013	
 Circular 4/2007	
 Circular 1/2004	
 JUS/206/2009	
 JUS/471/2017	

Figura 4.1: Desarrollo histórico de la obligación de informar sobre riesgos y sistemas de gestión de riesgos en España. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Información cualitativa: Para cada tipo de riesgo: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de mercado (este último comprende el riesgo de tipo de cambio, de tipo de interés y otros riesgos de precio), se informará de la exposición al riesgo

y cómo se produce éste, y, asimismo, se describirán los objetivos, políticas y procedimientos de gestión del riesgo y los métodos que se utilizan para su medición.

Información cuantitativa: Para cada tipo de riesgo se presentará a) un resumen con la información cuantitativa respecto a la exposición al riesgo en la fecha de cierre del ejercicio. Esta información se basará en la utilizada internamente por el Consejo de Administración de la empresa u órgano de gobierno equivalente; b) información sobre las concentraciones de riesgo, que incluirá una descripción de la forma de determinar la concentración, las características comunes de cada concentración (área geográfica, divisa, mercado, contrapartida, etc.) y el importe de las exposiciones al riesgo asociado a los instrumentos financieros que compartan tales características.

La Orden JUS/319/2018 del Ministerio de Justicia, que está actualmente en vigor, no incorpora ningún cambio en esta materia.

4.1.1.4 En el Informe de Responsabilidad Social Empresarial

La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible promueve, en su artículo 39, la incorporación de políticas de responsabilidad social en las empresas. Para ello, pone a su disposición modelos o referencias de informe de acuerdo con los estándares internacionales en la materia. En este sentido, el 3 de mayo de 2011 el CERSE publicó el documento “Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad” que incluía una serie de recomendaciones sobre principios, criterios, temas y subtemas para informar. En concreto, propone que el punto 1 del Índice, Perfil de la compañía, incluya los apartados j y k, con la siguiente información:

Apartado j) Estrategia de la organización en aspectos de responsabilidad social, sin olvidar cuáles son los objetivos de la empresa/organización, la descripción de los principales impactos, riesgos y oportunidades.

Apartado k) Identificación de riesgos sectoriales y gestión de los mismos.

4.1.2 Responsabilidad de la gestión de riesgos

La legislación española y los códigos de buen gobierno otorgan la responsabilidad de la gestión de riesgos al Consejo de Administración y a la Comisión de Auditoría del mismo.

Ya el informe de la Comisión Olivencia, publicado el 26 de febrero de 1998, determinó que la *"identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados"* era una facultad indelegable del Consejo de Administración. Igualmente, en el año 2003, el informe de la Comisión Aldama adjudicó a la Comisión de Auditoría la responsabilidad de informar al Consejo de los riesgos del balance y de fuera del mismo.

El 15 de febrero de 2005, la Comisión Europea publicó su Recomendación relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores, y al de los Comités de los Consejos de Administración o de Supervisión, aplicable a las empresas que cotizan en bolsa, y que influyó en la elaboración del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas del 2006.

En esta recomendación, se consideraba que una de las dos responsabilidades clave del Consejo de Administración es controlar los procedimientos establecidos para la evaluación y la gestión de los riesgos, y establecía que, *"por lo que respecta a las políticas y procedimientos internos adoptados por la empresa, el comité de auditoría debe ayudar al consejo de administración o de supervisión como mínimo a: revisar, al menos anualmente, los sistemas internos de control y gestión de riesgos para garantizar que los principales riesgos (incluidos los riesgos vinculados al cumplimiento de la legislación y las normativas en vigor) se han identificado, gestionado y divulgado correctamente"*.

En esta línea, el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas del 2006 estableció varias recomendaciones. La primera, Recomendación 8, asignó al Consejo de Administración en pleno la competencia de aprobar las políticas y estrategias de la sociedad, incluyendo entre ellas la política de control y gestión de riesgos. La Recomendación 46 indicó que los miembros de la Comisión de Auditoría, y especialmente su presidente, fuesen designados teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos. Adicionalmente, incluyó la Recomendación 50, donde asignó a la Comisión de Auditoría la responsabilidad de *"revisar periódicamente los sistemas de control interno y gestión de riesgos, para que los principales riesgos se identifiquen, gestionen y den a conocer adecuadamente"*.

Esta última Recomendación 50 se incorporó a la Ley del Mercado de Valores el 1 de julio de 2010, mediante la Ley 12/2010, de 30 de junio, de tal modo que en su disposición adicional decimoctava quedó establecido que una de las competencias del Comité de Auditoría era *"supervisar la eficacia del control interno de la sociedad, la auditoría interna, en su caso, y los sistemas de gestión de riesgos"*.

La revisión realizada en el año 2013 del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2006 incorporó pocos cambios en materia de riesgos: las recomendaciones 8 y 46, que no se habían incorporado a la legislación, quedaron con los números 8 y 41 respectivamente.

El 4 de diciembre de 2014, mediante la Ley 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, se derogó la disposición adicional decimoctava de la Ley de Mercado de Valores y se establecieron los artículos 529 ter y 529 quaterdecies, actualmente en vigor, que recogen:

- 529 ter: la facultad indelegable del Consejo de Administración en la determinación de la política de gestión de riesgos, incluidos los fiscales.
- 529 quaterdecies: la responsabilidad del Comité de Auditoría en supervisar la eficacia del control interno de la sociedad, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos, incluidos los fiscales.

Adicionalmente, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015 incorporó varias recomendaciones nuevas en materia de riesgos. Por una parte, estableció en sus principios y en su Recomendación 39 lo que había sido la Recomendación 41 en la revisión del Código en 2013, esto es, que los miembros de la Comisión de Auditoría, y especialmente su presidente, sean designados teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos.

Adicionalmente incluyó tres nuevas recomendaciones importantes:

Recomendación 46, crear una función interna de control y gestión de riesgos

Que bajo la supervisión directa de la comisión de auditoría o, en su caso, de una comisión especializada del consejo de administración, exista una función interna de control y gestión de riesgos ejercida por una unidad o departamento interno de la sociedad que tenga atribuidas expresamente las siguientes funciones:

a) Asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de control y gestión de riesgos y, en particular, que se identifican, gestionan, y cuantifican adecuadamente todos los riesgos importantes que afecten a la sociedad.

b) Participar activamente en la elaboración de la estrategia de riesgos y en las decisiones importantes sobre su gestión.

c) Velar por que los sistemas de control y gestión de riesgos mitiguen los riesgos adecuadamente en el marco de la política definida por el consejo de administración.

Recomendación 53, crear una comisión específica de responsabilidad social corporativa, o asegurar que sus responsabilidades están alojadas en otras comisiones, con la función, entre otras, de *“la evaluación de todo lo relativo a los riesgos no financieros de la empresa –incluyendo los operativos, tecnológicos, legales, sociales, medio ambientales, políticos y reputacionales”*.

Recomendación 54, que la política de responsabilidad social corporativa incluya *“los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en su relación con los distintos grupos de interés e identifique, entre otras cosas, los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial”*.

4.2 La divulgación de riesgos bajo otros marcos regulatorios













Además de la regulación española, en materia de divulgación de riesgos resulta interesante tener una perspectiva internacional de la materia. Para ello, a continuación analizamos:

- la situación de otro país de la UE con larga tradición en el ámbito del gobierno corporativo y la gestión de riesgos (Gran Bretaña).
- la normativa aplicable en Estados Unidos por su importancia en los mercados mundiales.
- La normativa aplicable en Australia como representante de la zona Asia / Pacífico.

4.2.1 Reino Unido

El 8 de noviembre de 2006, el Parlamento británico aprobó la Companies Act 2006 (reemplazando a la Companies Act 1985) que recoge toda la legislación británica en materia de derecho mercantil. Esta ley estableció, en su artículo 417, que el Director's Report debe contener una exposición fiel sobre la evolución del negocio así como una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta. Esta exposición debe reflejar las principales tendencias y factores que pueden afectar al futuro desarrollo, rentabilidad y posición de la compañía.

En lo que se refiere a recomendaciones de gobierno corporativo, si bien el Informe Cadbury en 1992 recomendaba la existencia de un sistema de control interno (Cadbury Committee, 1992), fue el llamado Combined Code de 1998 el que incluyó la gestión de riesgos en el mismo, y estableció el principio por el que el Consejo de Administración de la compañía debe mantener

Mandato		1990's	2000's	2010's
Asigna al Consejo la responsabilidad de identificar los riesgos de la sociedad	R	 (feb 1998)		
Asigna al Consejo la responsabilidad de aprobar la política de gestión de riesgos	L		 (mayo 2006)	 (dic 2014)
Asigna al Comité de Auditoría la responsabilidad del sistema de control de riesgos	L		 (ene 2003)  (mayo 2006)	 (jul 2010)  (dic 2014)
Establece que algunos miembros del Comité de Auditoría tengan perfil de gestión de riesgos	R		 (mayo 2006)	 (feb 2015)
Propone la creación de una función interna de control y gestión de riesgos	R			 (feb 2015)
Propone la creación de un Comité específico responsable, entre otras cosas, de la evaluación de riesgos no financieros	R			 (feb 2015)
Propone que la política de RSE incluya los mecanismos de supervisión de riesgos no financieros	R			 (feb 2015)







Legislación	Recomendaciones
 Ley de Mercado de Valores 24/1988	 Informe Olivencia (1998)
 Ley de Sociedades de Capital RDL 1/2010	 Informe Aldama (2003)
	 Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2006)
	 Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)

Figura 4.2: Desarrollo histórico de la responsabilidad de la gestión de riesgos en España.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

un sistema de control interno que salvaguarde los intereses de los accionistas y los activos de la compañía. Este principio llevaba asociado una recomendación según la cual el Consejo debe revisar, al menos una vez al año, la efectividad de dicho sistema, verificando todos los controles existentes, incluyendo los financieros, operacionales, de cumplimiento y de gestión de riesgos, y debe informar a los accionistas del resultado de dicha revisión.

Este principio fue modificado en el Código de 2010 para especificar que el Consejo es responsable de determinar la naturaleza y dimensión de los riesgos más significativos que la compañía está dispuesta a asumir para alcanzar sus objetivos estratégicos. Asimismo, incorporó la necesidad de mantener, no solo un sistema de control interno, sino también uno de gestión de riesgos, indicando que ambos deben revisarse anualmente para verificar su efectividad, y que el resultado de dicha revisión debe ser informado a los accionistas.

En el año 2014, la nueva versión de UK Corporate Government Code amplió las recomendaciones en materia de gestión de riesgos para añadir que los miembros del Consejo deben confirmar, en el informe anual, que han llevado a cabo un profundo análisis de los riesgos de la compañía, describiéndolos y explicando cómo se van a gestionar o mitigar.

También es interesante reseñar que en 1999, el Institute of Chartered Accountants in England & Wales publicó el “Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code”, también denominado Turnbull Report, cuyo objetivo era ayudar a las empresas a cumplir con el principio relativo al control interno del “Combined Code”. El Informe Turnbull establecía las responsabilidades de los miembros del Consejo en materia de control interno y de gestión de riesgos, las características fundamentales del proceso de revisión de la efectividad de los sistemas, y la obligación de informar a los accionistas sobre los riesgos existentes y los sistemas de control para gestionarlos. Este informe ha sido revisado en varias ocasiones y existen nuevas versiones del mismo. En el año 2005, el Financial Reporting Council publicó el “Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code”, y en septiembre de 2014 publicó el informe “Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting”, donde se siguen dando directrices para mantener un sistema de control interno sólido, que permita gestionar adecuadamente los riesgos de la compañía, y cumplir con la obligación de informar sobre ello.

4.2.2 Estados Unidos

Los tres hitos más recientes en materia de divulgación de riesgos en Estados Unidos se producen en 1997, 2005 y 2010.

La divulgación de riesgos financieros está regulada bajo la Financial Reporting Release 48, FRR 48, desde que fue aprobada por la SEC en 1997 mediante la Rule N° 33-7386. Esta norma requiere que las empresas cotizadas revelen información sobre los riesgos provocados por el uso de derivados financieros y otros instrumentos financieros. La información debe ser cuantitativa y cualitativa, pero limitada exclusivamente a riesgos de mercado, esto es, riesgo de tipo de interés, de tipo de cambio, de materias primas y de precio de las acciones.

Por otra parte, el 19 de julio de 2005, la SEC publicó su Rule N° 33-8591 por la que estableció, con fecha de efectividad 1 de diciembre de 2005, la obligatoriedad para todas las empresas cotizadas de incluir en sus informes anuales (10-K) y trimestrales (10-Q) una sección denominada “Risk Factors” Anteriormente, este requisito era exclusivo para las empresas en su oferta pública inicial de acciones, pero, con el objetivo de mejorar los contenidos y el valor de la

información corporativa disponible para los accionistas y el mercado, la SEC hizo extensivo este requerimiento para todas las empresas cotizadas.

El contenido y formato de la sección “Risk Factors” está definido en las Subparts 229.503 y 229.501 de la Regulation S-K, la cual recoge todos los requisitos de divulgación de información corporativa no financiera de una empresa en su oferta pública inicial. Estos dos artículos indican que los factores de riesgo más significativos que puedan afectar negativamente al negocio, operaciones, industria, posición financiera o rentabilidad futura de la compañía, deben incluirse en la información corporativa. La descripción debe ser concisa, ordenada de manera lógica y por orden de importancia. Cada riesgo debe tener un encabezamiento que lo describa adecuadamente, y no se deben incluir aquellos riesgos genéricos que afectan a todas las compañías. También asignan un lugar preminente para los “Risk Factors” dentro de los informes corporativos, indicando que tienen que incluirse en la primera página, o inmediatamente a continuación del Resumen, y que deben estar adecuadamente referenciados en el Índice del informe. Como ejemplos de riesgos cita: la falta de historial de operaciones, falta de rentabilidad en los últimos ejercicios, posición financiera, modelo de negocio.

Adicionalmente, la Rule N° 33-8591 establece que los riesgos deben estar escritos en el llamado “Plain English”. Estas directrices sobre el lenguaje a utilizar están recogidas en la Subpart 230.421, y básicamente indican que las frases deben ser cortas, en voz activa, sencillas, sin negaciones múltiples, las palabras deben ser concretas y de uso común, evitándose la jerga legal y la terminología demasiado técnica, y se deben utilizar tablas y listas en la medida de lo posible.

Por último, el 16 de diciembre de 2009, la SEC publicó su Rule N° 33-9089 por la que estableció, con fecha de efectividad 1 de febrero de 2010, la obligación de las empresas de informar sobre cuál es y cómo se administra la responsabilidad del Consejo en cuanto a la supervisión de riesgos. Se trata de que las empresas describan cómo se lleva a cabo la función de supervisión de riesgos desde el Consejo, indicando además si se hace desde éste en su conjunto, desde el Comité de Auditoría, o bien desde un Comité de Riesgos específico.

Es interesante mencionar también la FASB ASC 275 – Risk and Uncertainties. El Financial Accounting Standard Board (FASB) es el organismo dedicado a la normalización contable en Estados Unidos, y es responsable de elaborar la Accounting Standard Codification (ASC) que recoge todos los principios contables aplicables (US GAAP) agrupados en 90 temas. Uno de estos temas es el 275 – Risk and Uncertainties, y en su apartado ASC 275-10-50 especifica que los estados financieros deben reflejar los riesgos e incertidumbres existentes a la fecha de dichos estados financieros que puedan afectar significativamente a los resultados en el corto plazo.

Señala cuatro áreas de riesgo que deben ser consideradas: la naturaleza de las operaciones, la utilización de estimaciones para preparar los estados financieros, las estimaciones más significativas utilizadas, y determinados niveles de concentración (de proveedores, mercados, clientes, etc).

4.2.3 Australia

Como en la mayoría de los países, las empresas cotizadas australianas también tienen la obligación de informar sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo en vigor, bajo el modelo de “cumplir o informar”.

El primer Código de Gobierno Corporativo fue publicado en Australia en 2003. Esta versión incluía 10 principios básicos; el nº 7 dictaba: “Reconocer y gestionar el riesgo: Establecer un sistema sólido de vigilancia y gestión del riesgo y de control interno”. Las recomendaciones asociadas a este principio planteaban la necesidad de que el Consejo estableciese una política de vigilancia y gestión del riesgo y de control interno, implantando sistemas eficaces para ello, que anualmente se verificase la efectividad de los mismos, y que el informe de gobierno corporativo incluyese una descripción de la política y de los sistemas de control de riesgos y de control interno existentes.

La segunda edición del Código fue publicada en 2007 y revisada en 2010, sin grandes cambios en materia de riesgos. Sin embargo, la tercera versión, publicada en 2014, reforzó la cuestión de gestión de riesgos en el Principio nº 7, estableciendo cuatro recomendaciones: a) disponer de un Comité de Riesgos dentro del Consejo, b) revisar anualmente el sistema de gestión de riesgos, c) comunicar si la compañía tiene un departamento de auditoría interna, y en caso negativo explicar los procesos para mantener la efectividad del sistema de gestión de riesgos y d) informar si la compañía está expuesta a cualquier riesgo de sostenibilidad económica, social o medioambiental, y en caso de que así sea, informar sobre cómo gestiona o intenta gestionar dichos riesgos.

Por otra parte, en 2004, la Corporations Act de 2001 fue modificada para incluir el artículo 299 A, que establece la obligatoriedad para las empresas cotizadas de incluir información adicional en sus informes anuales. Según este artículo, esta información debe permitir hacer una valoración sólida de las operaciones de la compañía, su posición financiera, estrategias de negocio y previsiones para los próximos años. Este mandato se interpretó como la necesidad de incluir el llamado informe de gestión, Management Discussion and Analysis (MD&A) o Operating and Financial Review (OFR). Aun cuando este artículo no hace ninguna referencia específica a

riesgos, la ASIC (Australian Securities and Investments Commission), en su “Regulatory Guide 247, ‘Effective Disclosure in an Operating and Financial Review’ publicada en marzo de 2013, en la que da directrices para preparar el informe de gestión, señaló la importancia de la información sobre riesgos, y estableció que éste debía contener a) solo los riesgos que pudiesen afectar a la consecución de las previsiones financieras descritas, teniendo en cuenta la naturaleza del negocio de la compañía así como sus estrategias, b) no debía contener riesgos genéricos que podían afectar a cualquier compañía. Por otra parte, la Australian Securities Exchange (ASX) ya en el año 2003 estableció en su Guidance Note 10 sobre la ASX Listing Rule 4-10-17, que el informe de gestión debía incluir una descripción del perfil de riesgo de la compañía, los riesgos más significativos y su impacto, así como la estrategia para la gestión y mitigación de los mismos (Duffy, 2014).

4.3 Los riesgos en el informe integrado

El Marco Internacional <IR> (International Integrated Reporting Council, 2013) propone que un informe integrado debe dar respuesta a la pregunta *¿Cuáles son los riesgos y oportunidades que afectan a la capacidad de la organización para crear valor a corto, medio y largo plazo, y cómo les hace frente?*. Para ello, se deben identificar los principales riesgos y oportunidades que son específicos para la organización, incluidos aquellos que se refieren a los efectos de la organización sobre la disponibilidad, calidad y asequibilidad continuada de los capitales relevantes a corto, medio y largo plazo.

Ésto puede incluir la identificación de:

- a) La fuente específica de riesgos y oportunidades, que puede ser interna, externa o, como suele ocurrir frecuentemente, una combinación de ambas. Las fuentes externas incluyen aquellas que se derivan del entorno externo, y las fuentes internas incluyen las derivadas de las propias actividades de la organización.
- b) La evaluación de la organización sobre la probabilidad de que el riesgo o la oportunidad se materialicen, y la magnitud de su impacto. Ésto supone tener en cuenta las circunstancias específicas que podrían hacer que el riesgo o la oportunidad se hicieran realidad.
- c) Las medidas específicas que se están tomando para mitigar o gestionar los riesgos clave, o para crear valor mediante las oportunidades clave, incluyendo la identificación de los objetivos estratégicos asociados, las estrategias, las políticas, y los principales indicadores de rendimiento.

Teniendo en cuenta la Directriz de Materialidad del Marco Internacional <IR>, el enfoque que tome la organización frente a cualquiera de los riesgos reales (ya sea a corto, medio o largo plazo) que puedan afectar a la capacidad de la organización para crear valor, y que podrían tener consecuencias extremas, debe incluirse en el informe integrado, incluso cuando la probabilidad de que dichos riesgos ocurran pueda considerarse muy baja.

5 Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

5.1 Introducción

El desarrollo del estado del arte es una etapa fundamental en cualquier investigación ya que permite ubicar el estudio dentro de los debates de la comunidad científica (Mendizábal, 2006). Asimismo, orienta sobre cómo realizar el estudio, inspirando nuevas líneas de investigación, ayudando a prevenir errores cometidos en otros estudios, y evitando desviaciones del planteamiento original (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2003). Permite, en resumen, conocer el estado de la investigación en el área de trabajo (García Jiménez, 2002), encontrar ideas nuevas, y evita repetir trabajos ya realizados (Mucchielli, 2001).

En este sentido hemos llevado a cabo una profunda revisión de la literatura existente analizando numerosos trabajos que hemos agrupado del siguiente modo:

1. Trabajos que analizan las características de la información sobre riesgos publicada en los informes anuales de las empresas. Estos trabajos analizan la cantidad y calidad de la información, e identifican los factores o motivaciones que determinan el nivel divulgativo de las compañías.
2. Trabajos que analizan el contenido de los informes anuales publicados por las empresas cotizadas, e identifican las principales carencias de los mismos en materia de información sobre riesgos.
3. Trabajos que, mediante encuestas o entrevistas, recogen la opinión de los usuarios de la información sobre riesgos, principalmente analistas financieros e inversores.
4. Trabajos que recogen la opinión de las propias empresas, representadas generalmente por los responsables de la preparación de la información, también mediante encuestas o entrevistas.
5. Trabajos que elaboran recomendaciones para una divulgación de riesgos más eficaz.

La Tabla 5.2 recoge la relación de trabajos del tipo 1 y la Tabla 5.4 recoge la relación del resto de trabajos.

Como puede observarse, los cuatro primeros grupos corresponden a trabajos de diagnóstico de la situación actual de la divulgación de información sobre riesgos, mientras que el último aporta soluciones y propuestas para la mejora de la misma.

Con objeto de centrarnos en el área de trabajo de esta tesis, es importante aclarar que esta revisión de la literatura omite los trabajos que se refieren específicamente a empresas del sector financiero, aquellos que se refieren exclusivamente a riesgos financieros, o los que analizan los folletos de ofertas públicas de acciones.

A continuación, se presentan las conclusiones extraídas de la revisión de cada uno de estos tipos de trabajos. Cabe destacar que, en los casos de trabajos de diagnóstico, se ha incluido una breve descripción de la metodología utilizada en dichos trabajos.

5.2 Características de la información publicada en los informes anuales

5.2.1 Metodología de los trabajos

Como ya se ha explicado, estos trabajos consisten en la revisión y análisis de la información sobre riesgos publicada por las empresas cotizadas. Su objetivo es verificar una serie de hipótesis que se elaboran normalmente bajo el marco de alguna de las teorías relativas a la divulgación de información: agencia, señales, legitimidad, costes del propietario, costes políticos o stakeholders. Las hipótesis desarrolladas se refieren, por un lado, a la cantidad y calidad de la información divulgada en los informes anuales, y por otro, a las relaciones positivas, negativas o neutrales existentes entre el nivel de divulgación y diversos parámetros que, en última instancia, constituyen los factores determinantes que llevan a las empresas a divulgar información voluntariamente.

Los estudios se realizan sobre una muestra de empresas, normalmente de un solo país, incluidas en los principales índices bursátiles del mismo. Asimismo, se elige el informe o los informes que serán objeto del estudio: cuentas anuales, informe de gestión, informe de gobierno corporativo o informe de sostenibilidad. Por último, se elige una fecha para el estudio, y se analizan los informes correspondientes a ese período, que bien puede ser un solo año, un período de varios años consecutivos, o diversos años separados por hitos importantes, como por ejemplo, cambios legislativos. Cabe mencionar que aunque la mayoría de los trabajos se centran en un solo país, algunos también realizan análisis comparativos entre varios países, por lo que, en esos casos, la muestra de empresas incluye compañías de los países seleccionados.

La metodología de trabajo presenta normalmente tres elementos, aunque no siempre los tres están presentes. Estos son: el análisis de contenido, la elaboración de índices de divulgación, y

por último, el análisis estadístico para determinar la correlación entre el nivel divulgativo de las compañías y una serie de factores determinantes.

El análisis de contenido comienza con la definición de los criterios de búsqueda y de clasificación de información en base al tipo de información a analizar. Se trata de revisar los informes de las compañías y localizar en ellos información relativa a diversos asuntos: sistemas de gestión de riesgos de la compañía, riesgos obligatorios o voluntarios, que suelen coincidir con los financieros o no financieros, y dentro de estos últimos, otros tipos de riesgos tales como los operativos, de negocio, estratégicos, etc... Además, se identifica también si la información suministrada es prospectiva o por el contrario solo hace referencia al pasado, si los impactos esperados son solo positivos o también negativos, o si la información es fundamentalmente cuantitativa o cualitativa.

Los índices de divulgación se utilizan para cuantificar la información divulgada. Estos índices representan la cantidad de información de un determinado tipo mediante un valor numérico. Se pueden construir de tres modos: a) mediante valores discretos, 0 o 1, tomando el valor 0 cuando el ítem en estudio no aparece, y 1 cuando aparece; b) mediante el recuento del número de palabras o número de frases relativas a cada ítem en estudio; c) mediante índices más complejos, formados por varios criterios que analizan cada ítem en estudio y a los que se atribuyen diversos pesos. El análisis de los índices de divulgación así calculados permite extraer conclusiones sobre el nivel divulgativo de las empresas analizadas para cada uno de los tipos de información definidos inicialmente.

El tercer elemento de este tipo de trabajos es el relativo a la influencia de determinados factores en la divulgación de información. Para ello, se utilizan modelos estadísticos que buscan la relación entre el nivel divulgativo, obtenido mediante los índices de divulgación, y determinadas variables independientes. Estas variables son diferentes en cada trabajo analizado pero se pueden clasificar en los grupos recogidos en la Tabla 5.1. Por último, hay que señalar que algunos trabajos tratan también de evaluar el impacto de la divulgación de información sobre determinados factores tales como el coste de capital de las compañías, su valor de mercado, o la percepción y reacción del mercado según el tipo de riesgo descrito.

5.2.2 Trabajos más relevantes y sus principales características metodológicas

La Tabla 5.2 recoge una relación de los trabajos más relevantes de este grupo, habiéndose seleccionado aquéllos que, por una parte, estudian períodos posteriores al año 2000, y por otra, aportan una dispersión geográfica amplia. Para cada uno de ellos se indica, además de su fecha de publicación y autor, sus parámetros metodológicos:

Factor	Subfactor
Características de la Compañía	Tamaño Rentabilidad Liquidez Nivel de riesgo: apalancamiento, beta, book to market, gearing Diversificación: geográfica y de productos Crecimiento Industria Cotización en más de un mercado bursátil Existencia de Risk Manager Existencia de un sistema de gestión de riesgos Existencia de un sistema de control interno Presencia de departamento de auditoría interna Política de dividendos Reservas Seguimiento por analistas Antigüedad Tipo de auditor externo – Big Four
Composición del Consejo de Administración	Tamaño del Consejo Actividad del Consejo (número de reuniones) Número de consejeros: independientes, no ejecutivos, ejecutivos Formación y experiencia de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos Compensación del Consejo Interés y compromiso de los miembros del Consejo Existencia de Comité de Auditoría Número de consejeros independientes o no ejecutivos en el Comité de Auditoría Existencia de Comité de Riesgos
Estructura del Capital	Presencia y tipos de inversores institucionales Nivel de concentración del capital Participación de miembros del Consejo en el capital Capital propiedad de insiders Capital extranjero
CEO	Compensación del CEO Dualidad CEO – Presidente del Consejo
Implantación de una nueva normativa	-

Tabla 5.1: Factores determinantes en la divulgación voluntaria de información sobre riesgos.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

- País: país donde cotizan las empresas que forman parte del estudio.
- Muestra: número de empresas analizadas o número de observaciones realizadas (se entiende por observación el análisis de un informe anual).
- Período: año, años, o rango de años sobre los que se realiza el análisis de los informes publicados.
- Informe analizado: informe publicado por la empresa elegido para hacer el análisis de su contenido.
- Tipo de índice: índice 0/1, número de palabras o frases, índice compuesto.
- Información analizada: tipos de riesgos, sistemas de gestión, ...

- Factores determinantes: según indicados en la Tabla 5.1.

Si bien todos estos trabajos analizan el nivel de divulgación de las empresas en estudio, los clasificamos en dos grupos según si, además, estudian los factores determinantes de la divulgación (Grupo I), o analizan el efecto de la divulgación sobre determinadas variables (Grupo II).

Adicionalmente, es interesante tener una perspectiva temporal de todos estos trabajos. La Tabla 5.3 muestra los principales hitos regulatorios desde 1997, y el período en el que se realizaron las observaciones de cada uno de los trabajos analizados. Estas consideraciones son relevantes ya que los cambios regulatorios ocurridos en los últimos 15 años han obligado a las empresas a desarrollar nuevas prácticas divulgativas, y por tanto, las conclusiones obtenidas de trabajos realizados antes o después de dichos cambios pueden ser sensiblemente diferentes. Por otra parte, es importante considerar la variable país, ya que las diferencias de madurez de las economías o mercados de capitales también pueden generar conclusiones desiguales.

5.2.3 Conclusiones

La revisión de los trabajos publicados nos permite extraer conclusiones relativas a la cantidad y calidad de la información sobre riesgos publicada por las empresas, así como sobre los factores que les impulsan a ello.

Conclusiones sobre la calidad de la información sobre riesgos

En primer lugar, es importante tener un criterio para la evaluación de la calidad de la información. Para ello, utilizaremos la definición de Beretta y Bozzolan, quienes indican que la calidad de la información no se basa solo en la cantidad de información divulgada sino que hay que atender a la riqueza de su contenido. Esta riqueza se mide en función de cuatro parámetros: 1) según el tipo de información suministrada, es decir, según el tipo de riesgos o factores de riesgo divulgados. Por otra parte, según la manera de evaluar los impactos de dichos factores, considerando, 2) la forma de medirlos, esto es, si la descripción aportada es cuantitativa o cualitativa, 3) el signo económico de los mismos, bien sean positivos, negativos o neutrales; y por último, 4) según el marco temporal de la acontecimientos, es decir, si la información presenta un enfoque prospectivo o solo se refiere a hechos pasados. Diremos por tanto, que una información de calidad es aquella que cubre un amplio espectro de factores de riesgo, informa de sus potenciales impactos, especialmente en el futuro, y tanto si son positivos como negativos, y proporciona una medida cuantitativa de los mismos (Beretta & Bozzolan, 2004).

Atendiendo a estos cuatro criterios, encontramos resultados muy homogéneos en la literatura, lo que permite hacer un diagnóstico bastante preciso.

En relación a los factores de riesgo, existe una tendencia generalizada a informar sobre los riesgos financieros frente a los no financieros (Cabedo & Tirado, 2009; Dobler, Lajili, & Zéghal, 2011; Korošec & Horvat, 2005; Muzahem, 2011; Rodríguez Domínguez & Nogera Gámez, 2014); la mayoría de las compañías informan sobre los riesgos financieros y riesgos de control interno, pero pocas informan sobre los riesgos de negocio (Abraham & Cox, 2007). Los riesgos financieros normalmente se describen mejor, así como los mecanismos de gestión de los mismos y los instrumentos para su mitigación (Cabedo & Tirado, 2009; Ismail & Rahman, 2011; Kongprajya, 2010). Esta predominancia es consistente con la mayoría de los marcos regulatorios, los cuales, en general, son más exigentes y precisos con la divulgación de riesgos financieros (Dobler et al., 2011; Zhang, Taylor, Qu, & Oliver, 2013).

En relación a los riesgos no financieros, se puede decir que los más frecuentes son los riesgos estratégicos seguidos de los operacionales (Amran et al., 2008; Ismail & Rahman, 2011; Linsley & Shrivives, 2006). Y en cuanto a los estratégicos, se puede decir que, generalmente, recogen información relativa a la misión de la compañía, sus objetivos generales y de rentabilidad, y modos de alcanzarlos (Beretta & Bozzolan, 2004), o relativa al entorno exterior: economía, industria y competencia (Kongprajya, 2010). También hay que decir que, en general, pocas empresas informan sobre los riesgos no financieros, y aquellas que lo hacen proporcionan poca información sobre su gestión o sobre los mecanismos para mitigarlos (Cabedo & Tirado, 2009).

La información tiende a ser cualitativa, con muy pocas especificaciones cuantitativas sobre la probabilidad de ocurrencia de un riesgo y su impacto estimado, especialmente para los riesgos no financieros (Ali, 2005; Beretta & Bozzolan, 2004; Berger & Gleißner, 2006; Cabedo & Tirado, 2009; J. L. Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu, & Steele, 2010; Dobler et al., 2011; Graco, 2012; Hernández Madrigal, 2011; Kongprajya, 2010; Korošec & Horvat, 2005; Lajili, 2009; Linsley & Shrivives, 2006; Miihkinen, 2012; Muzahem, 2011; Oliveira, 2012; Rodríguez Domínguez & Nogera Gámez, 2014). Las razones que algunos autores esgrimen para este hecho es que, o bien las compañías no disponen de las herramientas necesarias para cuantificar el impacto de los riesgos, o bien prefieren no hacerlo por temor a posibles efectos comerciales o a acciones legales de los accionistas (Ali, 2005; Dobler et al., 2011; Linsley & Shrivives, 2006; Oliveira, 2012).

La mayoría de los autores señalan que, en general, hay pocas indicaciones sobre el impacto económico de los factores de riesgo, y cuando las hay, suelen ser de signo positivo (Ali, 2005; Beretta & Bozzolan, 2004; Kongprajya, 2010; Linsley & Shrivives, 2006; Zhang et al., 2013). Ésto

se explica porque la mayoría de los gestores están interesados en mostrar sus habilidades directivas (Ali, 2005), y solo dan información negativa cuando el riesgo es causado por agentes externos fuera del control de la compañía (Zhang et al., 2013).

En cuanto a la orientación temporal de los impactos, se identifican más referencias a hechos del presente o del pasado que del futuro, habiendo poca información prospectiva (Ali, 2005; Beretta & Bozzolan, 2004; Dobler et al., 2011; Graco, 2012; Kongprajya, 2010; Muzahem, 2011; Oliveira, 2012; Rodríguez Domínguez & Nogra Gámez, 2014; Serrasqueiro, 2013; Zhang et al., 2013).

En resumen, las compañías divulgan información voluntariamente sobre sus estrategias futuras pero evitan indicar el impacto de éstas, no solo en términos cuantitativos, sino incluso en cuanto al signo económico del resultado esperado (Beretta & Bozzolan, 2004). El nivel de claridad y comprensibilidad de la información es muy bajo (Linsley & Lawrence, 2007). Predominan las expresiones genéricas relativas a la política de gestión de riesgos, pero falta coherencia en la descripción de éstos, lo que resulta en un vacío de información que impide a los accionistas hacer una valoración precisa del perfil de riesgos de la compañía (Linsley & Shrives, 2006). Se da una idea general de lo que podría ocurrir pero sin especificar la potencialidad de las buenas o malas noticias (J. L. Campbell et al., 2010; Kongprajya, 2010). La tendencia general consiste en divulgar información con pocos detalles e incompleta (Hernández Madrigal, 2011), que se podría describir como descriptiva y anecdótica, predominantemente narrativa y basada en aspectos filosóficos (Hernández Madrigal, Blanco Dopico, & Aibar Guzmán, 2012). Se puede decir que, en general, el marco divulgativo tiende a ser formal pero no sustancial (Beretta & Bozzolan, 2004).

Por último, resulta interesante revisar cuál ha sido el efecto de la implantación de nuevas legislaciones en materia de divulgación de riesgos en diferentes países.

En Alemania, el impacto de la implantación del nuevo estándar contable GAS 5 en 2001 generó una evolución positiva pero que, al menos hasta 2005, todavía estaba lejos del ideal. Hubo una mejora en la descripción de los riesgos y en su clasificación en diferentes categorías; sin embargo la información seguía siendo vaga, con un nivel informativo poco satisfactorio (Berger & Gleißner, 2006).

En Australia, la implantación del Principio número 7 del ASX Código de Gobierno Corporativo, "Recognise and Manage Risk" en 2007, mostraba en 2010 un seguimiento desigual, pero con una tendencia general de baja implantación. Prácticamente, la mitad de las empresas del Top 300 no estaban divulgando todos sus riesgos materiales, bien por ignorancia del Consejo, o bien

porque, deliberadamente, estaban reteniendo información sensible (Buckby, Gallery & Ma, 2015).

En Eslovenia, a pesar de la implantación de nueva normativa nacional, el nivel divulgativo no mejoró demasiado ya que la mayoría de las empresas se limitaban a hacer una descripción de sus riesgos copiada literalmente de la legislación (Korošec & Horvat, 2005).

En España, se detectó un cambio en la cantidad de información divulgada como consecuencia de la publicación del Código Unificado de Gobierno Corporativo en 2006. Sin embargo, el enfoque correspondió a un objetivo de “cumplimiento”; las compañías españolas se limitaban a divulgar información que cubriese los requerimientos mínimos de la regulación en vigor, sin considerar las necesidades de los stakeholders, o incluso las ventajas que ciertas divulgaciones podrían tener para ellas (Hernández Madrigal, 2011; Hernández Madrigal et al., 2012).

En Finlandia, la implantación de una nueva norma IFRS de divulgación de información generó un aumento de la información relativa a riesgos. Se proporcionaba más información, en un espectro más amplio de riesgos, con más detalle cualitativo, y describiendo las acciones tomadas y los sistemas de gestión de riesgos. Sin embargo, la falta de información cuantitativa plantea la duda del impacto real de la nueva normativa en el fondo o sustancia de la información publicada (Miihkinen, 2012).

En Italia, Graco analiza un período de 6 años que va desde un momento de ausencia total de obligación de informar sobre riesgos financieros hasta el de divulgación completa de todo tipo de riesgos. La conclusión es que las empresas optan por la forma más leve de cumplimiento, aumentando la narrativa en la descripción de los factores de riesgo pero reteniendo toda la información relevante. Antes y después de las nuevas normas, el comportamiento de las compañías es el de defenderse de posibles demandas, y el de evitar pérdidas en el valor de la compañía (Graco, 2012).

En Portugal, la adopción de las normas IFRS no mejoró la calidad de la información sobre riesgos, caracterizada por la falta de comparabilidad y transparencia (Oliveira, 2012).

En Estados Unidos, el mandato de la SEC de divulgar los “Risk Factors” a partir de 2005 fue positivo, la información es específica, no genérica, y útil para los inversores, aunque presenta también un problema de cuantificación (J. L. Campbell et al., 2010).

Conclusiones sobre los factores determinantes de la divulgación de información sobre riesgos

La Tabla 5.4 muestra un resumen de los hallazgos sobre la influencia de determinados factores en el nivel divulgativo de las compañías del país o países en estudio. Se presentan tres posibles estados: positivo, cuando el factor estudiado tiene una relación significativa con el nivel de divulgación y además, actúa en el mismo sentido; negativo, si existe relación significativa, pero en sentido contrario; y neutral, cuando no se identifica ninguna relación significativa entre el factor y el nivel divulgativo.

El análisis de los resultados de estos trabajos nos permite concluir cuáles son los principales factores relacionados con la divulgación de información y en qué medida afectan.

Tamaño de la Compañía

El tamaño de la compañía es uno de los factores determinantes más analizados. Excepto en algunos casos aislados (3 de un total de 23), hay una práctica unanimidad en cuanto a que el tamaño de la compañía influye positivamente en el nivel divulgativo de la misma, de tal modo que, cuanto mayor es su tamaño, mayor es la divulgación de sus riesgos. Existen diversas justificaciones para este hecho. Una de ellas se apoya en la Teoría de los Stakeholders; cuanto mayor es la compañía, ésta tiene más stakeholders a los que informar, éstos demandarán información más variada, por lo que el nivel divulgativo de la compañía aumentará (Amran et al., 2008). Adicionalmente, las compañías grandes generalmente tienen una gran parte de sus activos financiados mediante préstamos bancarios y deuda, por lo que, para satisfacer las necesidades de información de sus acreedores, deben ser más transparentes (Jensen & Meckling, 1976). Asimismo, la divulgación de información requiere disponer de personal cualificado que normalmente solo las empresas grandes son capaces de atraer, lo que les permite tener un régimen divulgativo más potente (Cooke, 1989). Las empresas grandes también tienen mayor exposición a los costes políticos, por lo que son más sensibles a las exigencias regulatorias, incluidas aquellas relativas a divulgación de información (Watts & Zimmerman, 1978). Las grandes compañías tienen más recursos para generar la información, y el coste suele ser relativamente menor que el de las compañías pequeñas, pudiendo ser estas últimas, además, más sensibles a las desventajas de la divulgación de información (Elshandidy, Fraser, & Hussainey, 2013). También hay que tener en cuenta que según la Teoría de las Señales, las grandes empresas tratarán de demostrar que son mejores que las demás, divulgando más información de la estrictamente necesaria (D. Campbell et al., 2001).

Rentabilidad

La rentabilidad es otro de los factores más estudiados, aunque en este caso no se encuentra una asociación clara. De los 15 trabajos que lo analizan, 12 no encuentran ninguna relación.

Nivel de Riesgo

El nivel de riesgo de la compañía es otro de los factores más analizados ya que resulta interesante comprender si el nivel de riesgo de una compañía determina su nivel de divulgación. Existen varios parámetros de medida del riesgo de una compañía: los contables, que pueden medir el riesgo de financiación o liquidez (ratios de apalancamiento o endeudamiento y liquidez), y los que miden el riesgo de mercado (ratios de volatilidad, beta, book to market, stock return, ...). Adicionalmente, algunos autores utilizan criterios de nivel de riesgo relacionados con el propio negocio, tales como riesgo medioambiental o diversificación geográfica y de productos.

De todos los anteriores, el factor más analizado es el riesgo de financiación. Sin embargo, encontramos cierta disparidad en los resultados obtenidos; de los 19 trabajos que estudian este factor, 9 no encuentran relación significativa con el nivel de divulgación, 8 encuentran una relación positiva, esto es, cuanto mayor es el endeudamiento, mayor es el nivel de divulgación de riesgos, y 2 encuentran una relación negativa. Este hecho se puede explicar de varios modos.

La Teoría de Agencia indica que las compañías con más deuda en su estructura de capital tienen más costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976); por lo tanto, estas compañías tendrán que divulgar más información para reducirlos y satisfacer así las necesidades de control de los accionistas. Asimismo, la Teoría de las Señales nos ayuda a entender esta situación. Por un lado, los gestores tendrán la necesidad de explicar las causas de los riesgos existentes y describir cómo los están gestionando, demostrando así su capacidad para hacerlo. Por otro, las compañías con más riesgo evitarán atraer la atención sobre éste, y por lo tanto reducirán la información disponible. Sin embargo, las compañías con bajo nivel de riesgo, bien por la naturaleza de su negocio o por su capacidad de gestión, tratarán de señalarlo mediante un aumento de la divulgación de información (Linsley & Shrides, 2006).

Por último, también hay que considerar que cuando una compañía tiene un alto nivel de deuda, sus acreedores le presionan para que divulgue la máxima información. Sin embargo, también es cierto que los acreedores importantes tienen acceso a la información por otros canales más privados, por lo que, generalmente, no necesitan recurrir a la información pública y, en consecuencia, la demanda de divulgación en los informes anuales se puede rebajar (Ahn & Lee, 2004).

Industria

El factor Industria, entendido como el sector al que pertenecen las compañías en estudio, también es analizado en varios trabajos. Este factor es importante en la divulgación de riesgos ya que los condicionantes tecnológicos y de mercado, impuestos por el entorno competitivo, determinan el perfil de riesgo de las compañías. En resumen, los tipos de riesgos a los que una compañía se enfrenta están directamente relacionados con la industria en la que opera (Beretta & Bozzolan, 2004).

De acuerdo a la Teoría de las Señales, se puede afirmar que las empresas que operan en el mismo sector tendrán un comportamiento similar en materia de divulgación, y de no hacerlo así, se verán penalizadas por el mercado pues éste lo interpretará como una señal de querer ocultar información (Lopes & Rodrigues, 2007). Además, el nivel de divulgación en una determinada industria está marcado por el comportamiento de los principales actores de la misma, los demás siguen su ejemplo para demostrar a sus grupos de interés que están al nivel de las mejores (Hassan, 2009).

La Teoría de los Costes Políticos también explica la relación entre industria y nivel de divulgación. Las compañías que operan en una determinada industria tendrán una práctica divulgativa encaminada a evitar interferencias en forma de nuevas leyes, regulaciones o estándares contables que supongan nuevos y costosos requerimientos para ellas (Linsley & Shrides, 2000).

A pesar de lo anterior, los trabajos empíricos no demuestran una relación clara entre industria y nivel de divulgación. De los doce trabajos que lo analizan, seis no detectan ninguna asociación, mientras que otros seis encuentran una asociación positiva.

Sin embargo, es importante destacar que, de los seis que encuentran una relación positiva, cuatro de ellos señalan que el impacto del factor industria en la divulgación de riesgos se refleja por las diferencias que presentan las empresas del sector financiero frente a las no financieras (Buckby et al., 2015; Hassan, 2009; Hernández Madrigal, 2011; Kongprajya, 2010).

Este hecho se explica, por una parte, por la Teoría de la Legitimidad. El sector financiero se considera una parte crítica del sistema económico de cualquier país, y por lo tanto está sujeto a una fuerte vigilancia. Las compañías financieras tienen que mantener su legitimidad dando respuesta a las exigencias de la sociedad que demanda máxima transparencia (Kongprajya, 2010). Por otra parte, la fuerte regulación establecida a consecuencia de la Crisis Financiera Global que comenzó en 2007 ha establecido requerimientos informativos diferentes al del resto de las industrias (Basilea, Solvencia).

Tipo de Auditor Externo – Big Four

Otro factor muy estudiado es el tipo de auditor externo, y específicamente, si el hecho de contar con un auditor externo perteneciente a las Big Four tiene relación con el nivel divulgativo de las compañías. (Nótese que Big Four es el término utilizado para referirse a las cuatro compañías auditoras más grandes del mundo: PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernst & Young y KPMG)

Los resultados de los trabajos empíricos muestran que, de los seis trabajos que analizan este factor, tres no encuentran ninguna asociación y otros tres encuentran una asociación positiva. Ésto se puede explicar mediante la Teoría de las Señales. En general, los directivos de las grandes compañías tienden a contratar a las grandes compañías auditoras con el objetivo de señalar que sus estados financieros están auditados por un auditor externo de calidad, de este modo, la confianza de los inversores aumenta y, en consecuencia, la divulgación de los riesgos de la compañía será menos necesaria. Por otra parte, las grandes compañías auditoras también están interesadas en demostrar su calidad y estándares altos promoviendo la transparencia de sus clientes, con lo que cabe esperar que el nivel divulgativo de las empresas que ellas auditen aumente (Muzahem, 2011; Vandemaele, Vergauwen, & Michiels, 2009).

Composición del Consejo de Administración

El informe anual de una compañía es responsabilidad del Consejo de Administración, por lo que la composición del mismo influirá significativamente en su política de divulgación de información (Abraham & Cox, 2007). En este sentido, los factores más frecuentemente analizados son el tamaño del Consejo y la independencia del mismo, midiéndose ésta por la proporción existente entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos, y dentro de estos últimos, según el número de consejeros independientes.

La relación entre el tamaño del Consejo y el nivel divulgativo puede considerarse positiva puesto que, en general, el tamaño del Consejo es proporcional al tamaño de la compañía. Sin embargo, también hay que considerar que los Consejos grandes pueden ser menos eficaces debido a una peor coordinación y comunicación, afectando a su proceso de toma de decisiones y efectividad (Jensen, 1993).

La independencia del Consejo de Administración es uno de los factores más estudiados; 13 trabajos lo analizan aunque aportando resultados variados, siete encuentran una relación positiva con el nivel de divulgación de riesgos, uno encuentra relación negativa, y cinco no encuentran relación alguna.

Según la Teoría de Agencia, el Consejo de Administración de una empresa está formado por consejeros ejecutivos y no ejecutivos que generalmente tienen actitudes diferentes respecto a la divulgación de información (Abraham & Cox, 2007). Entre estos últimos, los consejeros independientes son necesarios para supervisar y controlar el trabajo de los equipos gestores (Lopes & Rodrigues, 2007); de ellos se espera que reduzcan los problemas de agencia y la necesidad de regulación en materia de divulgación de información corporativa (Abraham & Cox, 2007). Los consejeros independientes no están vinculados ni con la gestión de la empresa ni con los accionistas de control de la misma, y tienen la finalidad de defender los intereses de los accionistas que no ejercen un control directo en la entidad. De este modo, como la política de divulgación de información corresponde al Consejo de Administración, una empresa con una elevada proporción de consejeros independientes se encontrará en mejor posición para defender los intereses de los accionistas minoritarios y podrá ejercer presión para que exista mayor transparencia de información (Cabedo & Tirado, 2009). Por lo tanto, cuanto mayor sea la proporción de consejeros independientes, mayor será la divulgación de información que se pueda esperar de las compañías (Lopes & Rodrigues, 2007). Adicionalmente, un mayor número de consejeros independientes significará un sistema de control interno más amplio y exhaustivo, que dotará de más transparencia a la compañía (Lajili, 2009).

Sin embargo, la ausencia de relación, o incluso la relación negativa entre la presencia de consejeros independientes y la divulgación de información puede explicarse también por varias razones. Por una parte, los consejeros independientes pueden no estar suficientemente preparados para comprender el negocio, o pueden no prestar demasiada atención a la compañía por formar parte de otros Consejos simultáneamente (Baysinger & Hoskisson, 1990). Por otra parte, en ocasiones, los consejeros no son totalmente independientes, y pueden tener acceso a la información por otras vías sin tener que recurrir a la información pública (Eng & Mak, 2003).

Resumen

Como resumen de todo lo anterior, podemos concluir que la divulgación de información sobre riesgos ha mejorado en los últimos años a raíz de los cambios regulatorios existentes en la mayoría de los países, pero todavía no tiene la calidad suficiente para aportar verdadero valor a los inversores. La mayoría de las empresas tienden a cumplir los requerimientos mínimos y aportan poca información relevante, especialmente en cuanto a riesgos no financieros. La información es cualitativa, poco prospectiva y generalmente solo se refiere a impactos positivos.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Grupo I: Estudian los factores determinantes de la divulgación

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2004	Beretta y Bozzolan	Italia	85 compañías no financieras cotizadas a 31 de diciembre de 2001	2001	Informe de gestión	Índice compuesto	<p>Información sobre factores de riesgo y gestión de riesgos (estrategia y características de la compañía y su entorno).</p> <p>Considerando:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro 	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño de la empresa * Industria
2005	Korosec & Horvat	Eslovenia	36 compañías	2003 Parcialmente 2002,2001	Informe anual	N/A	<p>Tipos de riesgos: del entorno, operacionales, financieros, IT, apoderamiento, estratégicos.</p> <p>Considerando:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Medida: cuantitativa o cualitativa 	Impacto de la implantación de: Companies Act, Slovenian Accounting Standards, Financial Operation of Companies Act
2005	Ali	Japón	90 compañías no financieras cotizadas en Tokio Stock Exchange a 31 de marzo de 2003, seleccionadas al azar.	2003	Informe anual	Número de frases	<p>Información sobre factores de riesgos y gestión de riesgos.</p> <p>Considerando:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro 	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Gearing * Nivel de riesgo: Book to Market * Rentabilidad * Nivel de concentración de capital * Capital extranjero

Tabla 5.2: Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2006	Berger & Gleißner	Alemania	92 compañías no financieras incluidas en el HDAX, cotizadas en Frankfurt Stock Exchange a 31 de diciembre de 2005	2000-2005	Informe anual	Índice compuesto	Requerimientos de información según GAS-5. Sistema de Gestión de Riesgos. Tipos de riesgos: estratégicos; de mercado; financieros; políticos, legales y socioeconómicos; de gobierno corporativo; operacionales.	Impacto de la implantación de la nueva normativa GAS-5 en 2001
2006	Linsley & Shrives	UK	79 compañías no financieras incluidas en el FTSE 100 a 1 de enero de 2000	2000	Informe anual	Número de frases	Riesgos financieros y no financieros (operacionales, apoderamiento, IT, integridad y estratégicos). Considerando : * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro	* Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Book to Market * Nivel de riesgo: Gearing * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo medioambiental
2007	Abraham & Cox	UK	71 compañías no financieras incluidas en el FTSE 100	2002	Cuentas anuales, Operating and Financial Review e Informes de control interno	Número de palabras en frases.	Riesgos de negocio, riesgos financieros y riesgos de control interno.	* Número de consejeros directivos * Número de consejeros independientes * Presencia y tipo de inversores institucionales * Presencia y tipo de planes de pensiones en el capital * Cotización en US * Tamaño de empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Industria

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2007	Linsley & Lawrence	UK	25 compañías no financieras incluidas en el FTSE-100 a 1 de enero de 2001	2001	Informe anual	Índice Flesch (basado en longitud de palabras y longitud de frases)	Claridad y comprensibilidad de la información. Ocultación de malas noticias.	N/A
2008	Amran, Manaf & Che	Malasia	100 compañías cotizadas en la Bolsa de Malasia	2005	Informe anual	Número de frases	Tipos de riesgos: financieros, operacionales, apoderamiento, IT, integridad y estratégicos.	* Nivel de riesgo: Diversificación de productos * Nivel de riesgo: Diversificación geográfica * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Tamaño de la empresa * Industria
2009	Vandemaele, Vergauwen & Michiels	Bélgica	46 compañías no financieras incluidas en el Euronext, con capitalización bursátil superior a 150M€ a 1 de enero de 2006	2006	Informe anual	Número de frases	Tipos de riesgos: financieros; operacionales; legales, fiscales y regulatorios; de negocio.	* Número de consejeros no ejecutivos * Dualidad CEO-Presidente del Consejo * Existencia de un Comité de Riesgos o de Risk Manager * Auditor externo - Big Four * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Nivel de riesgo: Beta

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2009	Lajili	Canadá	225 mayores compañías incluídas en el TSX en 2002	2002	Informe anual: Notas a los estados financieros y apartado MD&A	Número de palabras	Tipos de riesgos: financieros y no financieros.	* Número de consejeros independientes * Nivel de concentración de capital * Compensación del CEO
2009	Cabedo & Tirado	España	95 compañías no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid a 31 de diciembre de 2005	2005, 2006	Informe de Gestión	Índice compuesto	Identificación de riesgos, financieros y no financieros. Considerando: descripción detallada, medición cuantitativa, gestión del riesgo, instrumentos de mitigación.	* Número de consejeros independientes * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Endeudamiento * Nivel de riesgo: Book to Market * Rentabilidad
2009	Hassan	UAE	41 compañías cotizadas en Dubai y en Abu Dabi	2005	Informe anual	Índice 0-1	Checklist con 45 ítems relativos a información general de riesgos, criterios contables, instrumentos financieros, coberturas mediante derivados, reservas, información segmentada, otros riesgos.	* Tamaño de empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Industria * Reservas

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2010	Kongprajya	Tailandia	30 compañías cotizadas en SET (Stock Exchange Thailand) a 7 de julio de 2010	2009	Informe anual	Número de frases	Tipos de riesgos: financieros, operacionales, apoderamiento, IT, integridad, estratégicos y de estructura de capital. Considerando: * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro	* Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Book to Market * Nivel de riesgo: Gearing * Empresa financiera o no financiera
2010	Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele	US	9076 observaciones	2005-2008	Informe anual 10-K, secciones: Risk Factors MD&A	Número de palabras	Tipos de riesgos: financieros, legales, fiscales, sistemáticos e idiosincráticos.	* Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Stock Return * Nivel de riesgo: Liquidez de la acción * Auditor externo - Big Four * Rentabilidad * Seguimiento de analistas

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2011	Hernández-Madrigal	España	35 compañías incluidas en el IBEX 35 en el primer semestre de 2008	2004-2009	Informe de Gobierno Corporativo	Índice 0-1 Índice compuesto	<p>Presencia y extensión de información relativa a los ocho componentes (desglosados en 23 ítems) de un sistema de gestión de riesgos según COSO II.</p> <p>Considerando: * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro</p>	<ul style="list-style-type: none"> * Industria * Tamaño de la empresa * Seguimiento de COSO II * Cotización en US * Número de consejeros independientes * Capital en manos del consejo * Rentabilidad * Nivel de Riesgo: Endeudamiento
2011	Ismail & Rahman	Malasia	124 compañías no financieras de mayor tamaño cotizadas en la Bolsa de Malasia a 31 de diciembre de 2007	2006, 2007, 2008	Informe anual	Índice compuesto	<p>Información sobre riesgos de carácter obligatorio: riesgos financieros y gestión de los mismos.</p> <p>Información sobre riesgos de carácter voluntario: tipos de riesgos (operacionales, de integridad, IT, tecnología) y elementos del sistema de gestión.</p>	<ul style="list-style-type: none"> * Presencia y tipos de inversores institucionales * Número de consejeros independientes * Número de consejeros no directivos * Formación y experiencia de los miembros del Consejo. * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Industria

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2011	Muzahem	UAE	48 compañías no financieras cotizadas en Dubai y en Abu Dhabi	2007, 2008, 2009	Informe anual	Número de frases	<p>Tipos de riesgos: financiero, operacional, medioambiental y social, IT, estratégico, regulatorios de integridad, apoderamiento y político, económico.</p> <p>Considerando:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Tipo: voluntaria u obligatoria * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro 	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño del Consejo * Número de consejeros no directivos * Número de consejeros independientes * Presencia de Comité de Auditoría * Presencia de auditoría interna * Presencia de sistema de gestión de riesgos * Presencia de sistema de control interno * Auditor externo - Big Four * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Liquidez * Nivel de riesgo: Endeudamiento * Industria * Implantación IAS /IFRS
2011	Dobler, Lajili & Zeghal	UK, US, Canada, Alemania	160 compañías industriales en 4 países (40 por país)	2005	Informe anual	Número de frases	<p>Cualquier información sobre riesgos, amenazas, peligros, oportunidades, ...y la gestión de los mismos. Los riesgos pueden ser financieros y no financieros (mercado, naturaleza, operaciones, regulación).</p> <p>Considerando:</p> <ul style="list-style-type: none"> * Localización en informe anual * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro 	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Rentabilidad * Nivel de riesgos: Exportaciones * Nivel de riesgos: Dependencia de un cliente

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2012	Hernández Madrigal, Blanco Dopico & Aibar Guzmán	España	35 compañías incluidas en el IBEX 35 en el primer semestre de 2008	2004-2009	Informe de Gobierno Corporativo	Índice 0-1 Índice compuesto	Presencia y extensión de información relativa a los ocho componentes (desglosados en 23 ítems) de un sistema de gestión de riesgos según COSO II. Considerando: * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro	Impacto de la implantación del Código de Buen Gobierno Corporativo en 2006
2012	Mihkinen	Finlandia	99 compañías no financieras cotizadas en OMX Helsinki	2005-2006	Informe anual: - Sección Operating and Financial Review - Otras secciones: notas a los estados financieros, informes de gobierno corporativo	Cantidad: Número de palabras Cobertura: Número de temas tratados	Tipos de riesgos: estratégicos, operacionales, financieros y legales. Gestión de riesgos. Considerando: Cantidad y Cobertura.	* Impacto de la implantación del nuevo estándar IFRS para la mejora de la calidad de la información * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Cotización en US
2012	Graco	Italia	20 compañías no financieras cotizadas ininterrumpidamente entre 2003 y 2008.	2003, 2005, 2008	Informe de Gestión	Número de frases	Información sobre factores de riesgos y gestión de riesgos. Considerando: * Tipo: financiera o no financiera * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro	Impacto de la implantación de nuevas normativas en materia de divulgación de riesgos

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2012	Oliveira	Portugal	81 compañías no financieras: 42 incluidas en el Euronext Lisbon Market y 39 no cotizadas.	2005	Informe anual	Número de frases	Riesgos financieros, no financieros y sistema de gestión de riesgos. Considerando: * Tipo: voluntaria u obligatoria * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro	* Nivel de concentración del capital * Número de consejeros independientes * Número de consejeros no directivos en el Comité de Auditoría * Auditor externo - Big Four * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Tamaño de la empresa * Preocupación medioambiental * Cotización en mercado bursátil * Implantación IAS /IFRS
2012	Elzahar & Hussainey	UK	72 compañías no financieras incluidas en FTSE -100	2009, 2010	Interim reports	Número de frases	Cualquier información sobre riesgos, amenazas, peligros, oportunidades, ...y la gestión de los mismos.	* Presencia de inversores institucionales * Tamaño del consejo * Dualidad CEO-Presidente del Consejo * Número de consejeros no ejecutivos * Tamaño del Comité de Auditoría * Industria * Tamaño de la empresa * Cotización en US * Liquidez * Rentabilidad * Nivel de riesgo: Gearing
2013	Zhang, Taylor, Qu & Oliver	Australia	66 compañías no financieras entre las Top 201 y Top 350 en la Australian Securities Exchange	2009	Informe anual	Número de frases	Tipos de riesgos: del entorno o estratégicos, operacionales y financieros. Considerando: * Signo económico: positivo o negativo * Marco temporal: pasado o futuro	* Presencia y tipos de inversores institucionales * Número de consejeros independientes en el Comité de Auditoría * Experiencia de los consejeros del Comité de Auditoría

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2013	Serrasqueiro	Europa	37 compañías no financieras incluidas en el índice Eurostock 50 en febrero de 2013	2007 , 2011	Informe de Gestión	Número de frases	Número de divulgaciones sobre riesgos, financieros y no financieros y gestión de los mismos. Considerando: * Localización en informe anual * Signo económico: positivo o negativo * Medida: cuantitativa o cualitativa * Marco temporal: pasado o futuro * Variación entre 2007 y 2011	* Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Rentabilidad * Industria * Cotizada en US
2013	Probohudono , Tow er & Rusmin	Indonesia, Malasia, Singapur, Australia	60 compañías industriales cotizadas (15 por país)	2007-2009	Informe anual	Índice 0-1	Divulgación voluntaria de información sobre riesgos de negocio, estratégicos, operacionales, de mercado y de crédito.	* Tamaño de empresa * Capital propiedad de insiders * Número de consejeros independientes * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Rentabilidad * Antigüedad de la empresa

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2013	Elshandidy, Fraser & Hussainey	UK	290 compañías no financieras incluidas en el FTSE index.	2005-2009	Informe anual	Número de frases	Información sobre riesgos a tres niveles: agregada, voluntaria, obligatoria.	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño del consejo * Número de consejeros no directivos * Número de consejeros independientes * Dualidad CEO - Presidente del Consejo * Capital propiedad de insiders * Entorno de auditoría * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Crecimiento * Nivel de riesgo: Volatilidad * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Standard error of CAPM * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Sharpe * Nivel de riesgo: Liquidez * Política de dividendos
2014	Rodríguez & Noguera	España	99 Informes anuales de compañías no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid	2007, 2008 y 2009	Cuentas Anuales Informe de Gestión	Índice compuesto	<p>Riesgos obligatorios: financieros</p> <p>Riesgos voluntarios: operacionales, de negocio, medioambientales, reputacionales, de país.</p> <p>Considerando: descripción detallada, políticas de gestión, coberturas, metodología de medida, medición cuantitativa, riesgos futuros.</p>	<ul style="list-style-type: none"> * Tamaño del Consejo * Número de consejeros independientes * Capital en manos del Consejo * Número de reuniones del Consejo * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Industria

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2015	Buckby , Gallery & Ma	Australia	300 mayores compañías cotizadas en la Australian Securities Exchange por capitalización bursátil a 30 de junio de 2010	2010	Sección de Gobierno Corporativo del Informe Anual	Índice 0-1	Requerimientos de divulgación según Principio nº7 del ASX's CGPR.	<ul style="list-style-type: none"> * Impacto de la implantación del principio nº7 del "ASX's Corporate Governance Principles and Recommendations ": "Recognise and Manage Risk" en 2007 * Número de consejeros independientes * Experiencia de los consejeros * Número de consejeros independientes en el Comité de Auditoría * Experiencia de los consejeros del Comité de Auditoría * Existencia de un Comité de Riesgos * Presencia de inversores institucionales * Auditor externo - Big Four * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Book to Market * Tamaño de la empresa * Rentabilidad * Industria * Empresa extranjera

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2015	Martikainen, Kinnunen, Miihkinen & Troberg	Finlandia	25 compañías incluidas en el índice OMXH-25	2006-2009	Informe anual: - Sección Operating and Financial Review - Otras secciones: notas a los estados financieros, informes de gobierno corporativo	Cantidad: Número de palabras Cobertura: Número de temas tratados	Tipos de riesgos: estratégicos, operacionales, financieros y legales. Gestión de riesgos. Considerando: Cantidad y Cobertura.	* Propiedad de los consejeros no directivos de acciones y opciones sobre acciones * Compensación de los consejeros no directivos * Interés y compromiso a largo plazo de los consejeros no directivos * Formación previa de los consejeros no directivos
2015	Eshandidy & Neri	UK, Italy	290 compañías no financieras inglesas y 88 italianas	2005-2010	Informe anual	Número de frases	Frases que contienen palabras clave del tipo: catástrofe, reto, oportunidad, reducción, fallo, diversificar, fluctuar, amenaza, incertidumbre, pico, probable, ganancia, riesgo, ...considerando los que hacen referencia a cuestiones de divulgación obligatoria o voluntaria.	* Tamaño del Consejo * Número de consejeros no ejecutivos * Número de consejeros independientes * Dualidad CEO - Presidente del Consejo * Auditor externo - Big Four * Política de Dividendos * Capital en manos de insiders * Tamaño de la empresa * Crecimiento * Rentabilidad * Liquidez de mercado * Nivel de riesgo: Beta * Nivel de riesgo: Book to Market

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2015	Elshandidy, Fraser & Hussainey	UK, US, Germany	200 compañías alemanas no financieras cotizadas, 282 británicas y 254 norteamericanas	2005-2010	Informe anual	Número de frases	Frases que contienen palabras clave del tipo: catástrofe, reto, oportunidad, reducción, fallo, diversificar, fluctuar, amenaza, incertidumbre, pico, probable, ganancia, riesgo, ...considerando los que hacen referencia a cuestiones de divulgación obligatoria o voluntaria.	<ul style="list-style-type: none"> * Nivel de riesgo: valores de mercado (Beta, stock return volatility, ..) * Nivel de riesgo: valores contables: (financiación y liquidez) * Sistema legal y valores culturales * Tamaño de empresa * Rentabilidad * Crecimiento * Dividendo * Industria

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Grupo II: Analizan el efecto de la divulgación sobre determinadas variables

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2006	Groenland, Daals & von Eije	Holanda	125 empresas cotizadas en el Euronext	2004	Informe anual	Número de páginas	Precio de la acción.	Seguimiento del Código de Gobierno Corporativo Tabaksblat en materia de riesgos: riesgos financieros y no financieros. Entre estos últimos: riesgos del entorno externo, interno y los relacionados con la competencia.
2010	Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele	US	9076 observaciones	2005-2008	Informe anual 10-K, Secciones: Risk Factors MD&A	Número de palabras	Percepción de riesgo del mercado (Beta, Stock Return Volatility). Percepción de asimetría informativa del mercado (bid ask spread). Reacción del mercado (alteraciones del precio de la acción).	Nivel de divulgación de información inesperada sobre diferentes tipos de riesgos: financieros, legales, fiscales, sistemáticos e idiosincráticos.
2011	Filzen	US	Compañías americanas con capitalización bursátil superior a \$100 millones.	2006-2009	Informe trimestral 10Q: Sección "Risk Factors"	Número de palabras	Consecuencias de la divulgación de información: reacciones de los accionistas, volatilidad en los resultados (positiva o negativa).	Modificaciones en la información relativa a "Risk Factors".

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	País	Muestra	Período	Informe analizado	Tipo de Índice	Información analizada (Variable dependiente)	Factores determinantes (Variable independiente)
2014	Cabedo & Tirado	España	234 observaciones de compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid	2007-2009	Cuentas anuales Informe de gestión	Índice compuesto	Coste de capital de los recursos propios (entendido como la rentabilidad esperada por los inversores: precio de las acciones, beneficio por acción, variables corporativas).	* Nivel de divulgación de riesgos * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Book to Market
2015	Reverte Sanchez	España	Compañías no financieras del IBEX 35	2006-2007 2010-2011	Cuentas anuales Informe de gestión	Índice compuesto	Percepción de riesgo del mercado (sistemático e idiosincrático). Asimetría informativa.	* Nivel de divulgación de riesgos * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Nivel de riesgo: Book to Market * Rentabilidad
2015	Abdullah, Abdul Shukor, Mohamed & Ahmad	Malasia	395 compañías no financieras cotizadas en la Bolsa de Malasia	2011	Informe anual: secciones Chairman's Statement (CS), Operations Review (OR) and Management Discussion and Analysis (MD&A).	Número de frases	Firm Value (valor de capitalización, ratios Tobin's Q y book to market).	* Factores de riesgo, acciones para mitigarlos, riesgos perjudiciales o beneficiosos * Tamaño de la empresa * Nivel de riesgo: Apalancamiento * Rentabilidad * Crecimiento * Industria

Tabla 5.2 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: principales características metodológicas. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

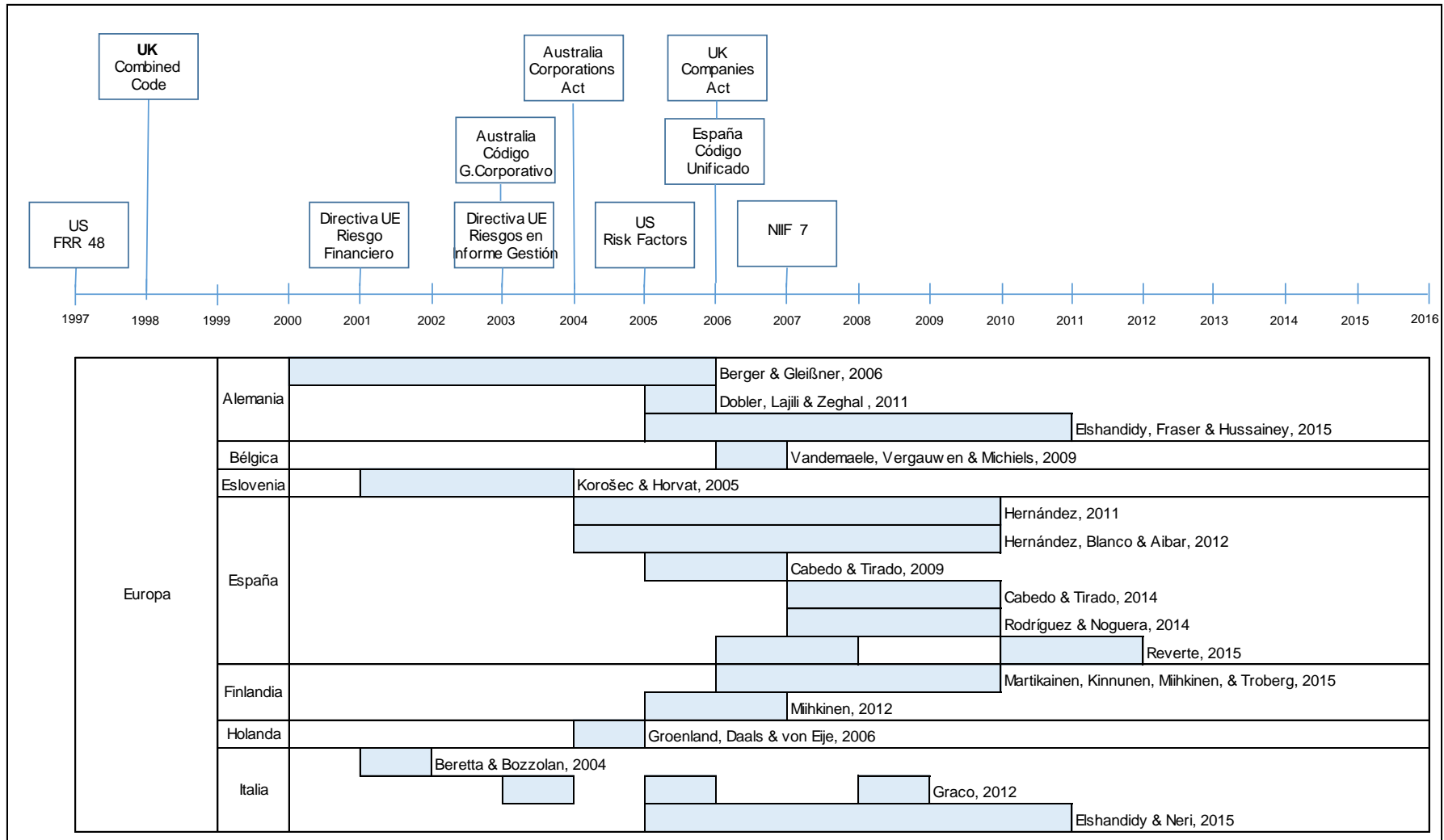


Tabla 5.3: Trabajos que analizan las características de los informes anuales: clasificación País – Período. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

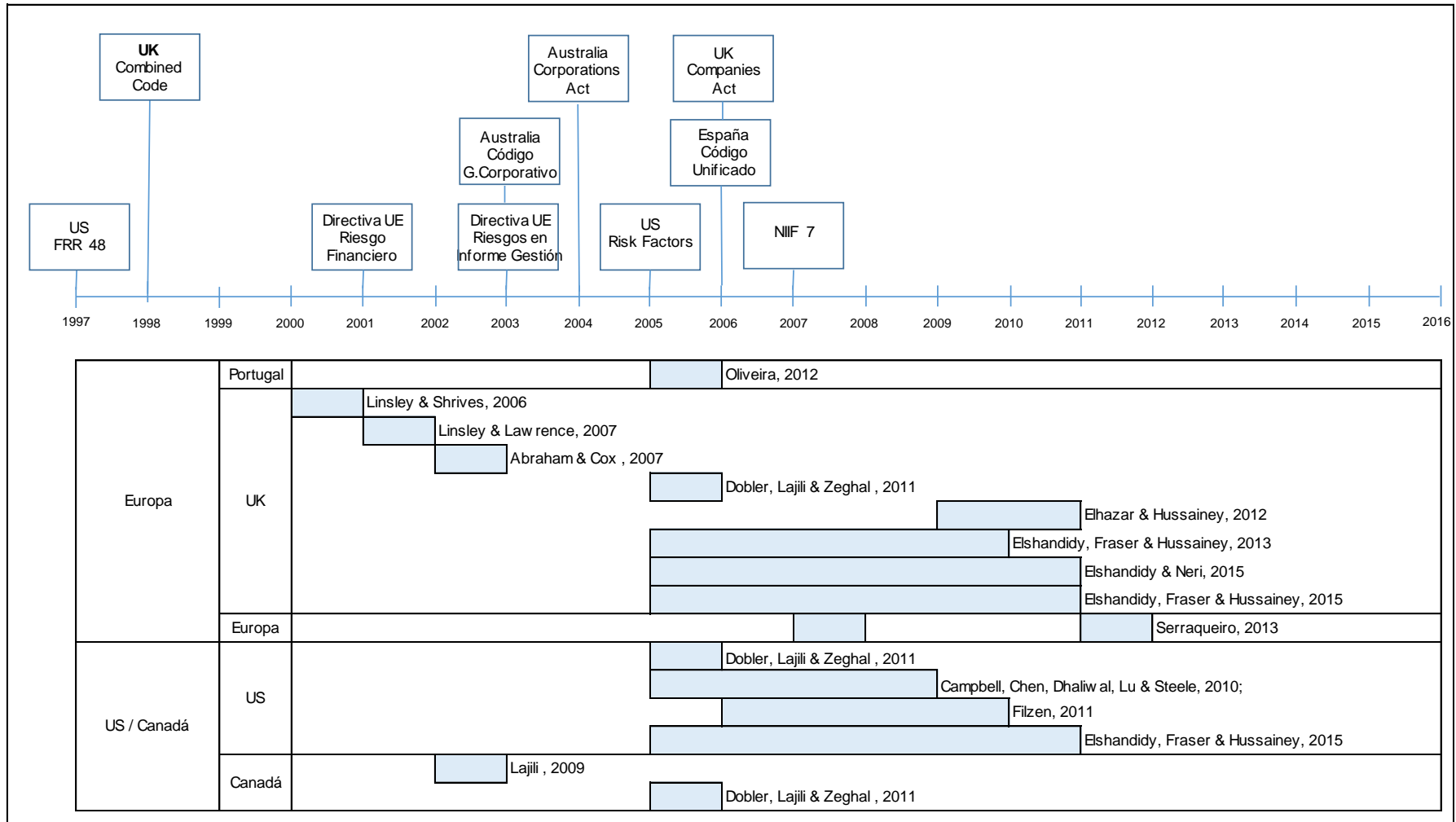


Tabla 5.3 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: clasificación País – Período. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

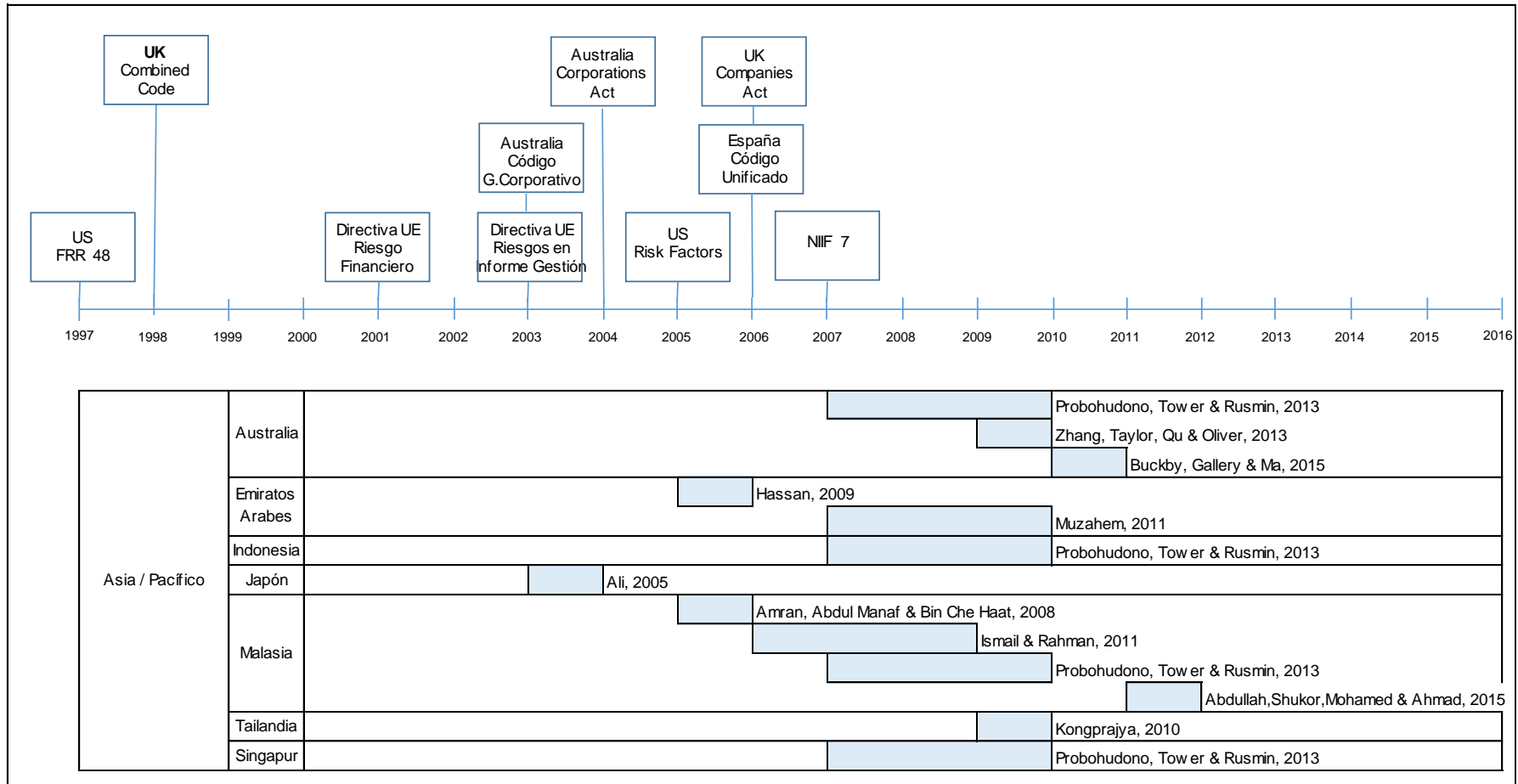


Tabla 5.3 (Cont.): Trabajos que analizan las características de los informes anuales: clasificación País – Período. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2004	2005	2005	2006	2006	2007	2007	2008	2009	2009	2009	2009
		Beretta y Bozzolan	Korosec & Horvat	Ali	Berger & Gleisner	Linsley & Shrives	Abraham & Cox	Linsley & Lawrence	Amran, Manaf & Che	Vandemaele, Vergauwen & Michiels	Lajili	Cabedo & Tirado	Hassan
Características de la Compañía	Tamaño	Neutral		Positivo		Positivo	Positivo		Positivo	Positivo		Positivo	Neutral
	Rentabilidad			Neutral						Negativo		Neutral	
	Nivel de riesgo: apalancamiento			Neutral		Neutral	Neutral		Neutral			Neutral	Positivo
	Nivel de riesgo: liquidez												
	Nivel de riesgo: stock return volatility						Positivo						
	Nivel de riesgo: beta					Neutral				Positivo			
	Nivel de riesgo: book to market			Neutral		Neutral						Positivo	
	Nivel de riesgo medioambiental					Negativo							
	Diversificación: geográfica y de productos								Neutral				
	Crecimiento												
	Industria	Neutral						Neutral		Positivo			Positivo
	Cotización en US							Positivo					
	Existencia de Risk Manager									Neutral			
	Existencia de un sistema de gestión de riesgos												
	Existencia de un sistema de control interno												
	Presencia de departamento de auditoría interna												
	Política de dividendos												
	Reservas												Neutral
	Seguimiento por analistas												
	Antigüedad												
Tipo de auditor externo – Big Four										Neutral			

Tabla 5.4: Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2010	2010	2011	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2012	2013
		Kongprajya	Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele	Hernández-Madrugal	Ismail & Rahman	Muzahem	Dobler, Lajili & Zeghal	Hernández-Madrugal, Blanco-Dopico &	Milkinen	Graco	Oliveira	Elzahr & Hussainey	Zhang, Taylor, Qu & Oliver
Características de la Compañía	Tamaño	Positivo		Positivo	Positivo	Positivo	Positivo		Positivo		Positivo	Positivo	
	Rentabilidad		Negativo	Neutral		Neutral			Negativo		Neutral		
	Nivel de riesgo: apalancamiento	Positivo	Positivo	Positivo	Neutral	Positivo			Negativo		Positivo	Neutral	
	Nivel de riesgo: liquidez					Neutral						Neutral	
	Nivel de riesgo: stock return volatility		Positivo										
	Nivel de riesgo: beta		Positivo						Postivo				
	Nivel de riesgo: book to market	Neutral											
	Nivel de riesgo medioambiental												
	Diversificación: geográfica y de productos												
	Crecimiento												
	Industria	Positivo		Positivo	Neutral	Neutral						Positivo	
	Cotización en US			Neutral					Positivo			Neutral	
	Existencia de Risk Manager												
	Existencia de un sistema de gestión de riesgos					Positivo							
	Existencia de un sistema de control interno			Neutral		Neutral							
	Presencia de departamento de auditoría interna					Neutral							
	Política de dividendos												
	Reservas												
	Seguimiento por analistas		Positivo										
	Antigüedad												
Tipo de auditor externo – Big Four		Positivo			Positivo					Positivo			

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2013	2013	2013	2014	2015	2015	2015	2015	2015
		Serrasqueiro	Prohodono, Tower & Rusmin	Eishandidy, Fraser & Hussainey	Rodriguez & Noguera	Buckby, Gallery & Ma	Mantikainen, Kinnunen, Miihkinen & Troberg	Eishandidy & Neri - UK	Eishandidy & Neri - Italy	Eishandidy, Fraser & Hussainey
Características de la Compañía	Tamaño	Positivo	Positivo	Positivo	Negativo	Positivo		Positivo	Positivo	
	Rentabilidad	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral		Neutral	Neutral	
	Nivel de riesgo: apalancamiento	Neutral	Negativo	Positivo	Neutral	Positivo				
	Nivel de riesgo: liquidez									
	Nivel de riesgo: stock return volatility			Positivo						
	Nivel de riesgo: beta			Positivo		Neutral		Neutral	Positivo	
	Nivel de riesgo: book to market					Neutral		Neutral	Positivo	
	Nivel de riesgo medioambiental									
	Diversificación: geográfica y de productos									
	Crecimiento			Neutral				Neutral	Neutral	
	Industria	Neutral			Neutral	Positivo				
	Cotización en US	Neutral								
	Existencia de Risk Manager									
	Existencia de un sistema de gestión de riesgos									
	Existencia de un sistema de control interno									
	Presencia de departamento de auditoría interna									
	Política de dividendos			Positiva				Negativo	Negativo	
	Reservas									
	Seguimiento por analistas									
	Antigüedad		Neutral							
Tipo de auditor externo – Big Four						Neutral		Negativo	Neutral	

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2004	2005	2005	2006	2006	2007	2007	2008	2009	2009	2009	2009
		Beretta y Bozzolan	Korosec & Horvat	Ali	Berger & Gleisner	Linsley & Shrivies	Abraham & Cox	Linsley & Lawrence	Amran, Manaf & Che	Vandemaele, Vergauwen & Michiels	Lajili	Cabedo & Tirado	Hassan
Composición del Consejo de Administración	Tamaño del Consejo												
	Actividad del Consejo (número de reuniones)												
	Número de consejeros independientes						Positivo				Positivo	Positivo	
	Número de consejeros no ejecutivos						Neutral			Neutral			
	Número de consejeros ejecutivos						Positivo						
	Formación de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos												
	Experiencia de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos												
	Compensación del Consejo												
	Interés y compromiso de los miembros del Consejo												
	Existencia de Comité de Auditoría												
	Número de consejeros independientes o no ejecutivos en el Comité de Auditoría												
	Experiencia de los consejeros del Comité de Auditoría												
	Existencia de Comité de Riesgos										Neutral		

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2010	2010	2011	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2012	2013
		Kongprajya	Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele	Hernández-Madrigal	Ismail & Rahman	Muzahem	Dobler, Lajili & Zeghal	Hernández-Madrigal, Blanco-Dopico &	Miikinen	Graco	Oliveira	Elzahar & Hussainey	Zhang, Taylor, Qu & Oliver
Composición del Consejo de Administración	Tamaño del Consejo					Positivo						Neutral	
	Actividad del Consejo (número de reuniones)												
	Número de consejeros independientes			Neutral	Negativo	Positivo					Positivo		
	Número de consejeros no ejecutivos				Negativo	Neutral						Neutral	
	Número de consejeros ejecutivos												
	Formación de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos				Positiva								
	Experiencia de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos				Negativa								
	Compensación del Consejo												
	Interés y compromiso de los miembros del Consejo												
	Existencia de Comité de Auditoría					Neutral							
	Número de consejeros independientes o no ejecutivos en el Comité de Auditoría										Neutral		Positivo
	Experiencia de los consejeros del Comité de Auditoría												
	Existencia de Comité de Riesgos												

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2013	2013	2013	2014	2015	2015	2015	2015	2015
		Serrasqueiro	Probohudono , Tower & Rusmin	Eishandidy, Fraser & Hussainey	Rodriguez & Noguera	Buckby , Gallery & Ma	Mantikainene, Kinnunen, Miihkinen & Troberg	Eishandidy & Neri - UK	Eishandidy & Neri - Italy	Eishandidy, Fraser & Hussainey
Composición del Consejo de Administración	Tamaño del Consejo			Positivo	Positive:C Negative:V			Positivo	Positivo	
	Actividad del Consejo (número de reuniones)				Neutral					
	Número de consejeros independientes		Positivo	Positivo	Neutral	Neutral		Neutral	Neutral	
	Número de consejeros no ejecutivos			Positivo				Positivo	Positivo	
	Número de consejeros ejecutivos									
	Formación de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos						Positivo			
	Experiencia de los consejeros: independientes, no ejecutivos y ejecutivos					Neutral				
	Compensación del Consejo						Negativo			
	Interés y compromiso de los miembros del Consejo						Positivo			
	Existencia de Comité de Auditoría									
	Número de consejeros independientes o no ejecutivos en el Comité de Auditoría			Positivo		Neutral				
	Experiencia de los consejeros del Comité de Auditoría					Positivo				
	Existencia de Comité de Riesgos					Positivo				

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2004	2005	2005	2006	2006	2007	2007	2008	2009	2009	2009	2009
		Beretta y Bozzolan	Korosec & Horvat	Ali	Berger & Gleisner	Linsley & Shrivies	Abraham & Cox	Linsley & Lawrence	Amran, Manaf & Che	Vandemaerle, Vergauwen & Michiels	Lajili	Cabedo & Tirado	Hassan
Estructura del Capital	Presencia de inversores institucionales de Largo Plazo						Negativo						
	Presencia de inversores institucionales de Corto Plazo						Positivo						
	Presencia de inversores institucionales relacionados con la compañía												
	Presencia de inversores institucionales no relacionados con la compañía												
	Nivel de concentración del capital			Neutral							Neutral		
	Participación de miembros del Consejo en el capital												
	Capital propiedad de insiders												
	Capital extranjero			Neutral									
CEO	Compensación del CEO										Neutral		
	Dualidad CEO – Presidente del Consejo									Neutral			

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2010	2010	2011	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2012	2013
		Kongprajya	Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele	Hernández-Madrugal	Ismail & Rahman	Muzahem	Dobler, Lajili & Zeghal	Hernández-Madrugal, Blanco-Dopico &	Miikinen	Graco	Oliveira	Elzahar & Hussainey	Zhang, Taylor, Qu & Oliver
Estructura del Capital	Presencia de inversores institucionales de Largo Plazo											Neutral	Neutral
	Presencia de inversores institucionales de Corto Plazo											Neutral	Positivo
	Presencia de inversores institucionales relacionados con la compañía				Neutral							Neutral	
	Presencia de inversores institucionales no relacionados con la compañía				Positivo							Neutral	
	Nivel de concentración del capital										Neutral		
	Participación de miembros del Consejo en el capital			Neutral									
	Capital propiedad de insiders												
	Capital extranjero												
CEO	Compensación del CEO												
	Dualidad CEO – Presidente del Consejo											Neutral	

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Factor Determinante		2013	2013	2013	2014	2015	2015	2015	2015	2015
		Serrasqueiro	Prohodono , Tower & Rusmin	Eishandidy, Fraser & Hussainey	Rodriguez & Noguera	Buckby , Gallery & Ma	Mantikainen, Kinnunen, Miihkinen & Troberg	Eishandidy & Neri - UK	Eishandidy & Neri - Italy	Eishandidy, Fraser & Hussainey
Estructura del Capital	Presencia de inversores institucionales de Largo Plazo					Neutral				
	Presencia de inversores institucionales de Corto Plazo					Neutral				
	Presencia de inversores institucionales relacionados con la compañía					Neutral				
	Presencia de inversores institucionales no relacionados con la compañía					Neutral				
	Nivel de concentración del capital									
	Participación de miembros del Consejo en el capital				Neutral		Positivo			
	Capital propiedad de insiders		Neutral	Negativo				Negativo	Neutral	
	Capital extranjero									
CEO	Compensación del CEO									
	Dualidad CEO – Presidente del Consejo			Neutral				Neutral	Neutral	

Tabla 5.4 (Cont.): Tipo de asociación entre los factores determinantes y el nivel divulgativo de las compañías. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	Título	País	Método	Muestra	Diagnóstico / Recomendación
2009	FRC Financial Reporting Council	A review of narrative reporting by UK listed companies in 2008/2009	Reino Unido	Análisis de Informes Anuales	Revisión de los informes anuales, publicados entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009, de 50 compañías elegidas al azar e incluidas en varios índices FTSE	Diagnóstico
2011	Hernández Madrigal, Blanco Dopico y Aibar Guzmán	La comunicación del riesgo al exterior: Una evaluación de las actuales prácticas corporativas de las empresas españolas cotizadas	España	Encuesta	Encuesta por correo postal en 2010 a 168 empresas cotizadas y 62 respuestas recibidas	Diagnóstico
2011	ICAEW Institute of Chartered Accountants in England and Wales	Reporting Business Risks : Meeting Expectations	Global	N/A	N/A	Diagnóstico Recomendación
2012	Jaeger, J	Many Struggling With Risk Disclosures	US	Análisis de Informes de Riesgos	Revisión de los informes de riesgos de 54 compañías incluidas en el Standard & Poor's 500 en el año 2011	Diagnóstico Recomendación
2012	CICA Canadian Institute of Chartered Accountants	Guidance on Improved MD&A Risk Reporting	Canadá	Análisis de Informes Anuales	Revisión de los informes anuales de una muestra de empresas incluidas en el índice TSX, con capitalización bursátil entre \$30m y \$84m, de 13 sectores diferentes	Diagnóstico Recomendación
2012	Abraham, Marston & Darby	Risk Reporting: Clarity, Relevance & Location	UK	Entrevistas	32 analistas de inversión 16 empresas emisoras de informes	Diagnóstico

Tabla 5.5: Otros trabajos de diagnóstico y recomendaciones sobre la divulgación de información sobre riesgos. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	Título	País	Método	Muestra	Diagnóstico / Recomendación
2013	AIRMIC Association of Insurance and Risk Managers in Industry and Commerce	Risk Reporting	UK	Análisis de Informes Anuales	Revisión del informe anual de 2012 de 24 compañías de 8 sectores diferentes, cotizadas en la London Stock Exchange, incluidas en los índices FTSE 100 y FTSE 250.	Recomendación
2013	PriceWaterhouseCoopers	Seven principles for effective risk disclosure	Global	N/A	N/A	Recomendación
2014	ACCA The Association of Chartered Certified Accountants	Reporting Risks	Global	Panel de Expertos	Entrevistas a: - Responsables de riesgos - Consultores - Profesionales de la Inversión	Diagnóstico Recomendación
2014	KPMG	The KPMG survey of business reporting. Better Business Reporting	Global	Análisis de Informes Anuales	Revisión de los informes anuales de 2 compañías de cada uno de los 10 países estudiados, durante 5 años, con un total de 90 informes anuales revisados	Diagnóstico Recomendación
2014	PriceWaterhouseCoopers	Información corporativa ¿Qué quieren saber los inversores?	Global	Entrevistas	85 profesionales de la inversión de todo el mundo	Diagnóstico Recomendación
2015	PriceWaterhouseCoopers	Disclosure reform: What do investors think?	Global	Encuesta	20 inversores institucionales, localizados en Estados Unidos pero operando en todo el mundo	Diagnóstico

Tabla 5.5 (Cont.): Otros trabajos de diagnóstico y recomendaciones sobre la divulgación de información sobre riesgos. Fuente: Elaboración propia, 2016.

Estado del arte de la divulgación de información sobre riesgos

Fecha	Autor	Título	País	Método	Muestra	Diagnóstico / Recomendación
2015	ICGN International Corporate Governance Networks	ICGN Guidance on Corporate Risk Oversight	Global	N/A	N/A	Recomendación
2016	PriceWaterhouseCoopers	Redefining business success in a changing world - CEO Survey	Global	Encuesta	Entrevistas realizadas a 1.409 CEO´s de 83 países por correo, online y por telefono	Diagnóstico

Tabla 5.5 (Cont.): Otros trabajos de diagnóstico y recomendaciones sobre la divulgación de información sobre riesgos. Fuente: Elaboración propia, 2016.

5.3 Principales carencias de los informes anuales en materia de riesgos

Resulta interesante considerar también otros trabajos que, basados igualmente en la revisión de los informes anuales de las empresas, extraen conclusiones sobre las principales carencias de los mismos.

KPMG publicó en 2014 el informe “The KPMG Survey of Business Reporting – Better Business Reporting” basado en la revisión de los informes anuales de 2 compañías de 10 países, durante 5 años, con un total de 90 informes anuales revisados. El objetivo del estudio era identificar mejores prácticas y desarrollar recomendaciones en el campo de la información corporativa. Una de las áreas objeto del estudio fue la de la divulgación de riesgos. Las principales conclusiones extraídas en el diagnóstico de la situación actual fueron las siguientes: los riesgos identificados en los informes anuales son poco relevantes para el accionista, muy pocos están relacionados con el crecimiento o con la estrategia de crecimiento, siendo éste uno de los aspectos más significativos para la generación de valor para el accionista; las compañías dan muy pocas explicaciones sobre cuál es el impacto potencial de los riesgos y cómo los gestionan; las estrategias de mitigación se describen a muy alto nivel resultando de muy poca utilidad; hay muy pocas explicaciones sobre el proceso de gestión de riesgos, y las que hay, solo tienden a cumplir requerimientos legales (KPMG, 2014).

El Financial Reporting Council británico es una organización reguladora independiente responsable de promover el gobierno corporativo y la calidad de la información corporativa para fomentar la inversión. Define códigos y estándares contables, de auditoría, actuariales, y vigila la conducta de los profesionales de este campo. En 2009, realizó un estudio similar al anteriormente mencionado, revisando los informes anuales, publicados entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009, de 50 compañías elegidas al azar pero incluidas en varios índices FTSE. Uno de los ocho apartados de su estudio fue el relativo a principales riesgos e incertidumbres. Las conclusiones obtenidas fueron que, si bien todas las compañías incluyen alguna información relativa a riesgos, el 66% de ellas, o bien presenta una relación de riesgos demasiado extensa entre la que es difícil identificar los realmente principales, o bien los riesgos descritos son muy genéricos pudiendo ser aplicables a cualquier compañía, o bien aportan poco detalle, lo que dificulta su comprensión, o bien solo describen los riesgos asociados al uso de instrumentos financieros cumpliendo estrictamente con los requerimientos de IFRS 7 (Financial Reporting Council, 2009).

El Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) realiza también estudios similares, y en el año 2012 publicó uno específico sobre la divulgación de información sobre riesgos. En la revisión de los informes anuales de varias compañías canadienses con capitalización bursátil entre 30 y 84 millones de dólares, detectaron carencias importantes en la información relativa a: la probabilidad de que los riesgos se materialicen; el impacto potencial de los riesgos en los resultados de la compañía; los criterios o supuestos utilizados al evaluar los riesgos; los niveles de tolerancia a los riesgos; e información detallada de las estrategias de mitigación. Las principales razones que explican esta situación son la subjetividad y la incertidumbre asociada a los riesgos, el temor a divulgar información comercialmente sensible, la posibilidad de exponerse a posibles demandas judiciales, o de comprometer demandas en curso. Adicionalmente, se considera que un exceso de información no debidamente explicada puede proporcionar una imagen injustificadamente negativa de la empresa. Por último, una información muy exhaustiva sobre estrategias de mitigación puede sugerir que no existen tales riesgos, o que las probabilidades de que ocurran son prácticamente inexistentes, lo cual puede perjudicar a la empresa en caso de que dicho riesgo se materialice en el futuro (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012).

ValueBridge Advisors, compañía consultora de riesgos, analizó los informes de riesgos de 54 compañías incluidas en el Standard & Poor's 500 durante el año 2011. La conclusión general es que la mayoría de las empresas proporcionan información muy simplista, con poco detalle sobre los procesos de gestión del riesgo y su filosofía general. Según el análisis realizado, más del 76% de las compañías tienen un nivel divulgativo básico, la información suministrada es poco más que una descripción superficial del proceso de supervisión de riesgos de la compañía, con un lenguaje lleno de clichés y lugares comunes. El 15% de las compañías proporcionan algo más de información sobre su proceso de gestión, y solo el 9% restante incluyen información relevante sobre el papel del Consejo en la gestión de los riesgos, los objetivos de riesgo de la compañía, y su impacto en su valor futuro (Jaeger, 2012).

5.4 Opinión de los usuarios: analistas financieros e inversores institucionales

En junio de 2015, PricewaterhouseCoopers publicó su estudio titulado "Disclosure reform: What do investors think?" consistente en una encuesta realizada a 20 inversores institucionales, localizados en Estados Unidos pero operando en todo el mundo. En ella, se confirmó que, entre toda la información que tienen disponible, los inversores centran su atención fundamentalmente

en el MD&A (Management Discussion and Analysis), los factores de riesgo y las cuentas anuales auditadas. Adicionalmente, al pedirles que identificasen los 10 temas que consideraban más relevantes, si bien las cuentas anuales ocuparon el primer lugar, el análisis de los riesgos operacionales, de mercado y regulatorio a los que se enfrenta la compañía, ocupó el segundo lugar (PricewaterhouseCoopers, 2015).

En diciembre de 2014, PricewaterhouseCoopers publicó también su trabajo “Información Corporativa: ¿Qué quieren saber los inversores? Modelo de información integrada – Informes que aportan valor”. Se trataba de recoger los resultados de entrevistas realizadas a 85 profesionales de la inversión sobre las necesidades de información de la comunidad inversora y sobre cómo los equipos de dirección pueden generar informes que aporten verdadero valor. Entre los entrevistados, había analistas de renta fija y variable, agencias de calificación, gestores de carteras, responsables de inversiones, y responsables de análisis, quienes operaban en mercados de todo el mundo.

Este estudio concluyó que los profesionales de la inversión consideran muy importante la información relacionada con los principales riesgos que inciden en el modelo de negocio y en cómo se gestionan y se mitigan. El 93% de los encuestados afirma que están de acuerdo en la importancia de comprender la visión del equipo de dirección acerca de los riesgos potenciales y sus estrategias de mitigación. Sin embargo, más del 76% considera que la información disponible es excesivamente rutinaria y previsible, repitiéndose los mismos mensajes año tras año, de poco valor añadido y poco eficaz. En ocasiones, se cuestionan si los informes transmiten realmente la opinión de los directivos o la de sus abogados, se quejan de que la información está demasiado orientada a procesos, con lo que no se ve la conexión directa entre los riesgos, el modelo de negocio y la estrategia, y demandan más información cuantitativa que les permita entender los resultados posibles de los riesgos (PricewaterhouseCoopers, 2014).

En octubre de 2014, la Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), asociación profesional que cuenta con más de 175.000 asociados en todo el mundo, publicó su trabajo “Reporting Risks” cuyo objetivo era mejorar la calidad de la información sobre riesgos, identificando las prácticas en vigor así como las necesidades de los usuarios y las preocupaciones de los emisores. El trabajo recoge las conclusiones de un panel de expertos. Los analistas financieros entrevistados opinaban que la mayoría de la información sobre riesgos es demasiado genérica, muy prolija pero con poco contenido, difícil de entender, sesgada hacia lo positivo, y más influenciada por las directrices de los asesores legales que por las verdaderas opiniones del Consejo. En general, consideraban que no permite obtener conclusiones

relevantes. Adicionalmente, consideraban que las compañías son reacias a ser francas y no explican totalmente los riesgos a los que están expuestas. La información se sustenta en un ejercicio basado en procesos, en el que explican lo que han revisado y los riesgos que encuentran, lo cual está muy lejos de ser información útil (Association of Chartered Certified Accountants, 2014).

El Institute of Chartered Accountants of Scotland publicó en 2012 los resultados de un trabajo llevado a cabo por Abraham, Marston y Darby, en el que entrevistaron a 32 analistas de inversión de Reino Unido. Básicamente, se les preguntó sobre la fuente de información que habitualmente utilizan y prefieren para conseguir información sobre riesgos; la valoración de los informes anuales para hacer una buena evaluación de los riesgos de la compañía; y su percepción del impacto de las iniciativas regulatorias en esta materia.

En relación a la fuente de información preferida por los analistas, la más valorada son las reuniones con el equipo directivo, seguida de la comunicación de resultados, los informes de otros analistas y los informes anuales. Los analistas tratan de mantener una reunión con el equipo directivo tan pronto como se publican los resultados, y uno de los principales aspectos que se discute durante dicha reunión es el relativo a los riesgos. Para ello, revisan previamente toda la información disponible y preparan las preguntas que quieren plantear. La mayoría (22 de los 32 entrevistados) señala la importancia de estas reuniones, pues les permiten comprender la estrategia de la compañía y hacer preguntas sobre los riesgos asociados a la misma.

El informe anual aparece en el quinto lugar en la lista de fuentes de información más interesantes, con una valoración de 3,9 sobre 5. Para la mayoría de los analistas, 23 de 32, el informe anual es secundario ya que no tiene impacto en el valor de las acciones puesto que éste realmente se ve determinado por la información suministrada en la comunicación de resultados. Aunque los 9 restantes lo consideran como la fuente de información más completa.

En relación a la preferencia entre la información cuantitativa frente a la narrativa, la mayoría de los analistas prefieren la información cuantitativa tal como aparece en los estados financieros. Esto es debido a que, por una parte, la información auditada de las cuentas anuales les inspira más confianza que la información narrativa, normalmente más sesgada. Por otra parte, las medidas cuantitativas de crecimiento de beneficios, revisiones de resultados, ratios de deuda y de coste de capital, dan una buena representación del riesgo de la compañía. Por último, la falta de tiempo para leer largos y farragosos informes anuales les obliga a centrarse en aquello que les aporta una visión rápida de la situación.

La valoración de los analistas sobre la relevancia de la sección específica de riesgos en el informe anual es variada. Siete de los entrevistados consideran que es muy general y que prácticamente no aporta información significativa que no se conozca o no se pueda obtener por otras fuentes. Nueve consideran que es útil porque, ocasionalmente, aparecen factores de riesgo que no habían tenido en cuenta. Solo una minoría (cuatro entrevistados) lo consideran muy útil. Los 12 restantes no respondieron a esta cuestión.

La mayoría de los analistas consideran que la información disponible sobre riesgos ha aumentado como resultado de las iniciativas regulatorias, y aunque esto se considera, en general, como algo positivo, también se ve como algo perjudicial para los propios analistas, ya que cuanto más información pública esté disponible, menos probabilidades tienen cada uno de ellos de saber algo que los demás no saben. Adicionalmente, están muy interesados en información prospectiva, pero la regulación no ha aportado mucho en este sentido. En relación a la divulgación obligatoria de riesgos asociados al uso de instrumentos financieros (IFRS 7), la percepción general es que esta información es importante pero difícil de entender. Solo tres analistas la consideran realmente útil y algunos la consideran inadecuada, y que incluso puede conducir a error, aunque la mayoría valora positivamente el análisis de sensibilidad. En resumen, la regulación es efectiva en teoría pero difícil de implantar en la práctica, especialmente por la imposibilidad de dictar estándares aplicables para industrias diferentes con problemáticas y riesgos muy diferentes.

Por último, este trabajo también analiza la visión de los analistas sobre las limitaciones para la divulgación de información y mencionan: el peligro de proporcionar información a los competidores, la confidencialidad de determinados acuerdos, el escaso interés de las compañías en divulgar noticias poco agradables, o la actitud de ciertos directivos, reacios a mencionar sus fracasos (Abraham, Marston, & Darby, 2012).

5.5 Opinión de las empresas emisoras de información

En enero de 2016, PricewaterhouseCoopers publicó su 19ª Annual Global CEO Survey basada en entrevistas realizadas a 1.409 CEO's de 83 países. Las entrevistas fueron realizadas por teléfono (26%), online (60%) y por correo (14%). El trabajo, titulado "Redefining business success in a changing world", recoge los resultados de esta encuesta y describe las preocupaciones, riesgos, y retos más importantes a los que se enfrentan las compañías, y los principales cambios que detectan en el nuevo entorno multipolar. Muestra también las opiniones sobre las expectativas de los stakeholders y las maneras de satisfacerlas, especialmente a través de la

tecnología, la innovación y el talento. Asimismo, analizan las nuevas necesidades de medir y comunicar el éxito del negocio.

Entre otras conclusiones muy interesantes, cabe destacar que las dos áreas en las cuales los CEOs están haciendo cambios más significativos para dar respuesta a las demandas de sus stakeholders son la tecnología y la gestión de riesgos. En concreto, la definición y gestión de riesgos fue identificada como la segunda, solamente un 6% de los encuestados reconocieron no estar haciendo ningún cambio en esta área, mientras que un 49% reconoció estar haciendo cambios significativos.

En cuanto a la necesidad de mejorar la medición de aspectos clave del negocio, más de la mitad de los entrevistados, en concreto el 55%, indicaron la “innovación” como el primer aspecto, y el 53% señaló los “principales riesgos” en segundo lugar. En cuanto a la mejora de la comunicación, los “principales riesgos” aparecen en séptimo lugar, y se señala a los proveedores de capital como los stakeholders que más influyen en esta visión (PricewaterhouseCoopers, 2016).

El trabajo de la Association of Chartered Certified Accountants de 2014 también contó entre su panel de expertos con personas responsables de preparar la información en sus empresas. Éstos reconocen que siempre hay un conflicto entre la tendencia a ser positivo en el informe anual y la naturaleza propia de la información sobre riesgos, que supone un viaje a los lugares sombríos de la compañía. En general, hablar de riesgos es negativo y nadie quiere dar la impresión de que tiene una perspectiva peor que la de sus competidores. Por otra parte, añaden que las nuevas regulaciones tienen el peligro de alentar una actitud de simple cumplimiento, con lo que la información sobre riesgos se convierte en un mero ejercicio burocrático que no aporta ningún valor (Association of Chartered Certified Accountants, 2014).

Hernández Madrigal, Blanco Dopico y Aibar Guzmán realizaron un estudio basado en una encuesta enviada por correo postal en 2010 a 168 empresas españolas de diferentes sectores industriales. El objetivo era comparar la información divulgada actualmente por las empresas con la demandada por sus grupos de interés, así como identificar las razones por las que las empresas divulgan voluntariamente información y los beneficios que esperan obtener de ello. Las conclusiones extraídas de las 62 respuestas obtenidas fueron:

En una escala de 1 a 5, donde 1 representa “divulgación de menos del 25%” y 5, “divulgación del 100%”, las empresas españolas divulgan fundamentalmente ítems relacionados con la “responsabilidad de gobierno corporativo” (3,93), “cumplimiento de normativas” (3,66), “clasificación de riesgos” (3,10), “objetivos y estrategia de la gestión de riesgos” (3,05) y

“supervisión de la gestión de riesgos” (3,03). Por el contrario, los ítems con menores puntuaciones son “distinción entre oportunidades y riesgos” (2,16), “consideraciones coste/beneficio” (2,13), “información prospectiva / pro forma / planes futuros” (2,05), “indicadores / medidas para supervisar el desempeño” (2,00) e “informes de expertos sobre los factores de riesgo” (1,90). En resumen, las empresas divulgan en mayor proporción información relacionada con aspectos de carácter general de la gestión de riesgos (políticas, objetivos, eventos, clasificación, mecanismos de control, supervisión), presentados de forma narrativa, mientras que los aspectos cuantitativos y prospectivos se divulgan en menor proporción. Por lo tanto, el estudio concluye que los requerimientos de los gobiernos y las asociaciones profesionales exceden a lo que las empresas están dispuestas a revelar.

Los grupos de interés principalmente tenidos en cuenta en lo relativo a divulgación de información sobre riesgos son los inversores y accionistas, los analistas de inversión, los analistas de riesgos y los organismos gubernamentales. Estos grupos recibieron una valoración superior a 4 en una escala de 1 a 5, donde 1 es “no se toman en cuenta” y 5, “tomados muy en cuenta”.

Las principales razones por las que las empresas divulgan información están relacionadas, en primer lugar, con el cumplimiento de los requerimientos impuestos por la regulación, con una valoración de 6,08 en una escala entre 1 y 7, y en segundo lugar, satisfacer las demandas sociales de mayor transparencia y responsabilidad social corporativa, con una valoración de 5,37.

Por último, en cuanto a los beneficios esperados, el 96,8% de las empresas encuestadas considera que la divulgación de información sobre riesgos es una señal de buen gobierno corporativo y el 41,9% consideran que conseguirán mayor legitimidad social (Hernández Madrigal, Blanco Dopico & Aibar Guzmán, 2011).

El trabajo de Abraham, Marston y Darby, también incluyó las conclusiones de las entrevistas realizadas a representantes de 16 empresas cotizadas en el índice FTSE. El objetivo era recabar su opinión sobre cuatro materias: qué mecanismos de divulgación consideran más importantes para ayudar a los usuarios a comprender los principales riesgos de la compañía y los sistemas de gestión de los mismos; quiénes son los principales usuarios de la información y si ésta se usa para tomar decisiones; cómo decide la compañía si divulgar un determinado riesgo o no; y hasta qué punto las iniciativas regulatorias estimulan la divulgación de información prospectiva.

En relación a los vehículos de divulgación de información, los entrevistados mencionan mayoritariamente el informe anual, el Regulatory News Service de la Bolsa de Londres, las

conference calls con los analistas y las reuniones con los gestores de fondos; ahora bien, cabe destacar que la mayoría limitan el informe anual para los usuarios menos expertos, tales como inversores minoristas o empleados. En general, consideran que para los usuarios expertos, el informe anual contiene información histórica y no aporta información novedosa. Asimismo, consideran que los analistas están fundamentalmente interesados en la información cuantitativa contable que pueden incorporar a sus modelos matemáticos, mientras que solo utilizan la información cualitativa y las anotaciones en las cuentas anuales como información soporte. Merece la pena mencionar que la mitad de los entrevistados criticaron el crecimiento desmesurado de la longitud de los informes anuales.

La mayor parte de los entrevistados identificaron a los analistas y los inversores como los principales interesados en la información sobre riesgos, aunque cuatro de ellos mencionaron también a los clientes. Adicionalmente, las agencias de calificación de gobierno corporativo y organizaciones sociales y medioambientales también fueron mencionadas.

En cuanto a la utilidad de la información, la mayoría de los entrevistados reconocieron que los usuarios de la información rara vez hacen preguntas sobre la información de riesgos incluida en el informe anual; ésto solo ocurre cuando surge algo poco usual ya que el riesgo es algo natural que la compañía debe gestionar. Un tema que se discutió específicamente durante las entrevistas fue la utilidad de la información sobre los riesgos asociados al uso de instrumentos financieros (IFRS 7). En todos los casos, hay un gran escepticismo en cuanto a si alguien realmente lee dicha información; consideran que es difícil de entender a menos que el usuario sea un experto financiero, y que dicha información puede ser interesante en el sector financiero pero no para otros sectores industriales. Por el contrario, consideran que la información relativa a riesgo de financiación y deuda es importante y despierta el interés de los analistas, quienes suelen solicitar información adicional, aunque también mencionan que, en ocasiones, los bancos no quieren que sus clientes revelen esa información por temas comerciales.

En relación a la preparación de los informes de riesgo, la mayoría reconoce que dedica una cantidad importante de tiempo a recopilar la información de riesgos de la compañía. Todos manifiestan las dudas que se les plantean sobre si incluir riesgos genéricos o específicos y cuántos incluir, y mencionan la cuestión de qué riesgos incluir y cuáles no; pero mientras la mitad de los entrevistados argumentan el concepto de información sensible comercialmente como una barrera, la otra mitad lo ve como una simple excusa. Por otra parte, también se tienen en cuenta otros factores como, por ejemplo, no sobrecargar la información, la confidencialidad debida a los

clientes, la demanda ilimitada de más información, y la divulgación llevada a cabo por los competidores, siendo este último aspecto muy tenido en cuenta.

Por último, la visión general es que los cambios legislativos incorporados en la Companies Act de 2006 para que las empresas divulguen información prospectiva no ha tenido demasiado impacto, ya que la mayoría de las compañías ya estaban divulgando ese tipo de información y en la cuantía que consideran oportuno (Abraham et al., 2012).

5.6 Recomendaciones para una divulgación de información sobre riesgos eficaz

La mayoría de los autores coinciden al afirmar que tan importante es explicar los riesgos a los que se enfrenta la compañía como los mecanismos de los que ésta dispone para identificarlos y gestionarlos adecuadamente, y presentan recomendaciones en ambos ámbitos:

Identificar claramente los riesgos más relevantes para la compañía

La información sobre riesgos debe centrarse en lo que es realmente importante para la compañía. Una larga lista de riesgos irrelevantes confundirá al usuario, quien probablemente tendrá dificultades para valorar la importancia relativa de cada uno de ellos. Las compañías deben dedicar tiempo y esfuerzo para asegurar que su lista de riesgos está adecuadamente filtrada y solo refleja los riesgos principales. Para ello, deben identificar los riesgos que realmente son específicos de la compañía, describirlos detalladamente, evitando las definiciones estándar, y deben priorizarlos. Hay que evitar las listas exhaustivas y, por el contrario, profundizar en aquellos riesgos que realmente pueden ser un obstáculo para que la compañía alcance sus objetivos, o puedan afectar a su modelo de negocio, ahora y en el futuro. Es necesario incluir también los riesgos de perder futuras oportunidades clave para el crecimiento de la compañía, así como distinguir los riesgos realmente importantes de aquellos que deben divulgarse por puro cumplimiento normativo. Hay que especificar los riesgos que afectan a cada línea de actividad de la compañía e identificar especialmente los riesgos emergentes, entendiendo por tales aquéllos menos conocidos por la compañía, y cuyos impactos son más difíciles de evaluar (Association of Chartered Certified Accountants, 2014; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011; Jaeger, 2012; KPMG, 2014; PricewaterhouseCoopers, 2013; PricewaterhouseCoopers, 2014).

Evaluar el impacto de los riesgos

Los usuarios quieren saber qué ocurriría en el caso de que los riesgos se materializaran y quieren conocer cuál sería el impacto en los resultados de la compañía, su estrategia, operaciones o incluso reputación; y no basta con decir que los beneficios de la compañía se verían afectados. Aunque en ocasiones es difícil cuantificar exactamente las consecuencias de un determinado riesgo, ya que ello requeriría la elaboración de supuestos de dudosa calidad, la aportación de la mayor cantidad posible de información cuantitativa de la empresa puede ayudar al lector a extraer sus propias conclusiones. Información sobre el detalle de la actividad de la compañía por línea de negocio, zona geográfica, activos, compromisos, o cualquier otro parámetro que influyese o pudiese verse afectado por el riesgo en cuestión, aporta un buen equilibrio entre información cualitativa y cuantitativa. Por otra parte, los análisis de sensibilidad pueden ser también extraordinariamente útiles para evaluar los impactos de riesgos potenciales (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011; PricewaterhouseCoopers, 2013).

Aplicar el principio de materialidad

Solo la información material debe ser divulgada. El principal criterio para decidir la materialidad de un riesgo o evento está en la respuesta a la pregunta de si la decisión de un inversor para comprar, vender o mantener acciones de la compañía se vería influida, o cambiaría, si determinada información fuese omitida o erróneamente presentada. Si la respuesta es sí, entonces la información es material y debe ser revelada adecuadamente (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012).

Reflejar la opinión del equipo directivo

Los usuarios quieren conocer, sobre todo, la visión y preocupaciones del equipo directivo y del Consejo, por lo que éstos deben explicar claramente por qué consideran que los riesgos descritos son los principales (Association of Chartered Certified Accountants, 2014; PricewaterhouseCoopers, 2014). Se recomienda asimismo, utilizar la misma información que usa internamente (PricewaterhouseCoopers, 2013), y es importante describir cuáles son los riesgos a los que se les dedica más tiempo en la compañía, incluso cuando no estén entre los principales (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

Ofrecer una visión global

Los riesgos no se deben explicar de manera aislada. Aunque la mayoría de las legislaciones establecen en los informes anuales una sección específica sobre riesgos, la información se debe integrar en todas las secciones. El riesgo impacta en muchos aspectos de las operaciones de una compañía; por tanto no puede ser ignorado o relegado a una sola sección (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012). La información sobre riesgos debe acompañar especialmente a la información relativa al modelo de negocio, y a todo tipo de información prospectiva relativa a planes, resultados esperados y expectativas futuras (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

Explicar las estrategias de mitigación

Es muy importante explicar el proceso de tratamiento y mitigación de los riesgos identificados por el que la compañía, en primer lugar, decidirá si el riesgo analizado está dentro de sus niveles de tolerancia, y en segundo lugar, identificará su estrategia en cuanto a tolerarlo, tratarlo, transferirlo y eliminarlo (AIRMIC, 2013; Association of Chartered Certified Accountants, 2014; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; KPMG, 2014; PricewaterhouseCoopers, 2014). Sin embargo, no hay que olvidar que un exceso de información sobre mitigación puede llevar al lector a interpretar que el riesgo está completamente mitigado y que la probabilidad de ocurrencia es insignificante. Ésto podría exponer a la compañía a posibles acciones legales futuras por parte de los accionistas, por lo que es muy importante describir cuidadosamente la estrategia de mitigación (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012).

Demostrar la capacidad de gestión del riesgo

Si bien una parte importante de la divulgación es la relación de riesgos más significativos, los usuarios confiarán más en la información recibida si además tienen claro cómo se identifican dichos riesgos, se analizan y se gestionan, y qué controles existen para asegurar que están dentro de los niveles aceptables para la compañía. Para ello, hay que explicar el sistema de gestión de riesgos y el detalle de quién participa en él, cómo se recaba la información y cómo fluye en la organización. Explicar los niveles de riesgos aceptados por la compañía, los recursos asignados y sus responsabilidades, el papel supervisor del Consejo de Administración, la existencia de comités específicos, las políticas y procedimientos en vigor, ayuda a los usuarios a tener una visión más precisa de los riesgos de la compañía (AIRMIC, 2013; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; Jaeger, 2012; KPMG, 2014; PricewaterhouseCoopers, 2013; PricewaterhouseCoopers, 2014).

Informar de los cambios ocurridos durante el ejercicio

Normalmente, suele haber pocos cambios en el proceso de gestión de riesgos de una compañía, pero cualquier cambio en su perfil de riesgo o en los principales riesgos debe ser explicado, así como las razones de dicho cambio. En general, cualquier cambio en el proceso completo debe ser explicado y justificado (Association of Chartered Certified Accountants, 2014; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; Jaeger, 2012; PricewaterhouseCoopers, 2013)

Evaluar las actividades del año

Las compañías deben explicar las actividades más significativas en materia de gestión de riesgos llevadas a cabo durante el año. Deben explicar qué nuevos riesgos, más allá de los habituales, identificaron, evaluaron y gestionaron (Association of Chartered Certified Accountants, 2014). Asimismo, deben informar sobre su propia evaluación de su proceso de gestión de riesgos, deben explicar qué funcionó bien o mal, si los riesgos identificados se materializaron, y qué han aprendido (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

Claridad

El lenguaje debe ser sencillo, con frases cortas, evitando el vocabulario excesivamente técnico, utilizando viñetas y sangrados para organizar el texto, y gráficos y tablas siempre que sea posible (Association of Chartered Certified Accountants, 2014; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012).

Informar tan a menudo como sea necesario

Muchos riesgos no cambian durante el año e incluso se mantienen durante largos períodos de tiempo, sin embargo, otros pueden variar rápidamente y los usuarios deben estar al tanto de ello. La información sobre riesgos puede requerir una frecuencia no necesariamente anual. La website de la compañía puede ser un buen canal de información para mantener la información de riesgos al día (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011; PricewaterhouseCoopers, 2013).

Mantener un modelo informativo consistente en el tiempo

La manera en que se informa debe ser consistente en el tiempo para que los usuarios puedan seguir fácilmente la evolución de la compañía. La información debe ser consistente y comparable, y los cambios introducidos de un año a otro deben ser explicados claramente (PricewaterhouseCoopers, 2013).

5.7 Cuestiones por resolver en materia de divulgación de información sobre riesgos

Por último, para tener una visión completa y realista de la divulgación de información sobre riesgos, resulta imprescindible exponer algunas cuestiones por resolver que hacen que usuarios y emisores se muestren escépticos respecto a su utilidad.

¿Es útil y fiable la información sobre riesgos?

La información relativa a riesgos es intrínsecamente subjetiva (Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012). Aunque en general está basada en la experiencia, criterio o datos reales, no es posible juzgar si es correcta o incorrecta ya que no existe una manera de comprobar su exactitud. Solamente, si la compañía se ve afectada por un riesgo que no había sido identificado, una mirada retrospectiva indicará que la información sobre riesgos era incompleta. Del mismo modo, la información podrá considerarse también errónea si los riesgos mencionados no se materializaron. A pesar de que ésto pueda ser debido a una gestión adecuada de los mismos, parecerá que los gestores de la compañía se equivocaron, cuando en realidad hicieron bien su trabajo. Por lo tanto, el hecho de no poder verificar la fiabilidad de la información sobre riesgos y la imposibilidad de auditarla hace que no se pueda confirmar si la información es correcta o incorrecta, con lo que su utilidad se ve limitada (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

¿Pierde la compañía la ventaja competitiva inherente a una gestión adecuada de los riesgos?

La percepción y la gestión del riesgo es una fuente de ventaja competitiva para las empresas. Dos compañías competidoras, con distinta percepción del riesgo, valorarán de distinto modo los riesgos asociados a un determinado proyecto. La valoración que cada compañía hace es interesante para la otra. Si una de las compañías, mejor en la evaluación de riesgos, lo califica como de alto riesgo, estará protegiendo a la segunda, quien se retirará evitando los problemas que habría tenido si se hubiese embarcado en el proyecto en cuestión. Por el contrario, si la primera compañía lo evalúa como de bajo riesgo, animará a la segunda a embarcarse compitiendo con la primera. Ésto lleva a las empresas a proporcionar información, en general, vaga y poco informativa. Por otra parte, divulgar información detallada sobre un buen sistema de gestión de riesgos es un regalo para los competidores (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

¿Pone en peligro a la compañía o a los equipos gestores?

Este peligro puede venir en dos direcciones. Por una parte, la información sobre riesgos puede generar unas expectativas que finalmente no se cumplen. Ésto perjudicará a los equipos gestores afectando a su remuneración o incluso a su continuidad en la compañía. Por otra parte, si la compañía se ve afectada por un riesgo que no había identificado, pueden llegar a generarse demandas legales por parte de los accionistas. Para evitar estos problemas, las compañías elaboran la información meticulosamente, ayudados por sus equipos legales, evitando despertar cualquier tipo de expectativa, tratando de cubrir todas las posibilidades, pero quitando valor a la información suministrada (Association of Chartered Certified Accountants, 2014; Canadian Institute of Chartered Accountants, 2012; Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011; PricewaterhouseCoopers, 2014).

¿Beneficia realmente a las compañías?

Si las compañías no ven un beneficio claro en la divulgación de riesgos, y los beneficios obtenidos no superan los costes derivados de la divulgación, mantendrán un perfil de cumplimiento mínimo de los requerimientos regulatorios (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

¿Mejora la gestión de los riesgos?

Se entiende que la divulgación de información sobre riesgos mejora la gestión de los mismos ya que, a) las compañías tratarán de mostrar que sus sistemas son tan buenos o mejores que los de sus competidores; b) según el principio de que “se gestiona lo que se informa”, similar a “se gestiona lo que se mide”, tener que informar sobre los riesgos hará que los equipos gestores les presten más atención; c) permite a los accionistas vigilar mejor la gestión. Sin embargo, dada la superficialidad de la información generada por muchas compañías, no es posible afirmar que ésto siempre sea cierto (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

¿Cómo se puede inspirar confianza, más allá de divulgar el proceso de gestión de riesgos?

En general, la información sobre el sistema de gestión de riesgos incluye la política de riesgos, que normalmente refleja la importancia que la compañía da a este asunto, una enumeración de los comités dedicados a esta tarea, con sus responsabilidades y estructuras de supervisión, y una descripción de los procesos llevados a cabo por dichos comités. Sin embargo, nunca se describen las capacidades de las personas encargadas de dichos procesos, que es lo que en última instancia marca la calidad de los mismos. Por otra parte, al considerar la diferencia entre

riesgos gestionables y no gestionables, surge el concepto de resiliencia de la organización, entendida como la capacidad de ésta para adaptarse a sucesos inesperados. Cualquier medida que indique la fortaleza financiera, operativa, o de recuperación de la organización, reforzará la confianza de los inversores (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

¿Cómo satisfacer las necesidades de información de los diferentes colectivos de usuarios?

Tradicionalmente, los principales usuarios de la información sobre riesgos han sido los proveedores de capital: accionistas, inversores en general y analistas de inversión (Abraham et al., 2012; Hernández Madrigal et al., 2011; PricewaterhouseCoopers, 2016). Sin embargo, las demandas de la sociedad actual de mayor transparencia en todos los ámbitos, y la exigencia de responsabilidad social a las empresas, está ampliando el espectro de destinatarios de la información (Hernández Madrigal et al., 2011). La información sobre riesgos, o la información corporativa en general, debe buscar el equilibrio entre la transparencia debida hacia quien arriesga su dinero y la divulgación de información sensible, entre los deseos de más información por parte de los usuarios y la reticencia de las empresas a proporcionarla (Association of Chartered Certified Accountants, 2014).

La percepción de la utilidad de la divulgación de información sobre riesgos en los informes anuales varía básicamente en función de la experiencia del usuario. Los inversores profesionales generalmente comprenden bien el modelo de negocio de la compañía en la que invierten y, por lo tanto, también sus riesgos; intentan buscar información adicional en otras fuentes, y en los informes anuales solo buscan algo nuevo e inesperado que no conociesen ya. Por otra parte, los inversores menos experimentados y con menos conocimiento de la compañía en cuestión, encontrarán interesante un informe más exhaustivo (Abraham et al., 2012; Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011). Por el contrario, los analistas prefieren la información cuantitativa, auditada, sin los sesgos de la narrativa, breve y concisa y que puedan incorporar a sus modelos matemáticos (Abraham et al., 2012).

¿Es conveniente una mayor regulación en esta materia?

Existe una cierta unanimidad en que el exceso de regulación alienta las actitudes de mero cumplimiento y transforma la divulgación voluntaria en un ejercicio puramente burocrático (Association of Chartered Certified Accountants, 2014). Sin embargo, también es necesaria, ya que en ocasiones los únicos riesgos que se describen son los de divulgación obligatoria, esto es, los derivados del uso de instrumentos financieros (Financial Reporting Council, 2009), los cuales son difíciles de entender, normalmente solo aptos para expertos financieros, y muy útiles en el

sector financiero pero poco en otros sectores (Abraham et al., 2012). Un estándar internacional de información sobre riesgos sería la respuesta para aportar el equilibrio necesario (Association of Chartered Certified Accountants, 2014).

¿Qué tipo de riesgos deben divulgarse?

Aun cuando una de las recomendaciones más frecuentes para las compañías es que deben centrarse en los riesgos más relevantes, la exclusión de la información relativa a riesgos genéricos, éste es, aquellos que afectan a una zona geográfica, economía o industria, puede llevar a los usuarios a conclusiones tales como que el equipo gestor no está al tanto de dichos riesgos, o que los considera relativamente poco importantes. Para evitar estas interpretaciones, generalmente éstos son incluidos, aunque con ello la información se llene de lugares comunes. La manera de evitarlo es que se aporte información específica de la compañía, bien la cuantificación del impacto de dichos riesgos genéricos en la entidad, lo cual suele ser difícil, o las medidas de mitigación puestas en práctica (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011).

Asimismo, normalmente los riesgos más importantes para una compañía son los genéricos, que son los que tienen que ver con la naturaleza de sus operaciones y con su localización. Sin embargo, es posible encontrar compañías muy similares, con el mismo modelo de negocio y en la misma ubicación, informando sobre riesgos diferentes (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2011). Es evidente que todas las compañías son diferentes pero, cuando fuese posible, deberían existir unos principios de divulgación que facilitasen la comparación entre compañías del mismo sector (PricewaterhouseCoopers, 2013).

Por otra parte, el debate sobre si se debe incluir el riesgo derivado de un evento poco probable, pero catastrófico, el llamado “cisne negro”, está abierto. Aunque a menudo las compañías hacen este tipo de evaluaciones, o al menos deberían hacerlas, son reacias a informar sobre ellas públicamente por temor a asustar a los inversores por el posible impacto económico que tendría, el cual por otra parte, es muy difícil de evaluar. Sin embargo, la mención de un evento de este tipo, con una aproximación del impacto y de las medidas para mitigarlo, sería muy útil para los inversores (Association of Chartered Certified Accountants, 2014).

6 Objetivos de la investigación

Tras analizar los antecedentes y el contexto actual de la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas cotizadas españolas no pertenecientes al sector financiero, y realizar una revisión exhaustiva de la bibliografía existente, establecemos los siguientes objetivos para nuestra investigación.

Objetivo 1: Determinar las razones de las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero para divulgar información sobre riesgos, los beneficios esperados de dicha divulgación, y los argumentos en contra de la misma, comprobando la validez e importancia relativa de las diferentes teorías económicas sobre la divulgación de información: Señales, Agencia, Costes del Propietario, Grupos de Interés y Legitimidad.

Objetivo 2: Realizar un diagnóstico del estado actual de la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero.

- Objetivo 2.1: Analizar la importancia relativa y la calidad actual de la información sobre riesgos presente en los informes obligatorios de las empresas cotizadas españolas, distinguiendo entre: la relativa a los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos de las compañías, los diferentes tipos de riesgos a los que éstas se enfrentan, y los riesgos materializados en el ejercicio.
- Objetivo 2.2: Analizar la idoneidad de las directrices actuales establecidas por el regulador español para garantizar que las compañías cotizadas españolas divulguen información sobre riesgos en cantidad y calidad adecuada.
- Objetivo 2.3: Identificar la importancia relativa de determinados aspectos organizativos, corporativos y externos que propician la existencia de un régimen divulgativo robusto en materia de riesgos en las compañías cotizadas, y evaluar el grado de influencia ejercido actualmente por los colectivos con mayor ascendente.

Objetivo 3: Identificar la evolución prevista de la divulgación de información sobre riesgos en los próximos años, el marco temporal en el que se producirán los cambios esperados, las causas que los propiciarán, así como el papel que desempeñarán los principales colectivos implicados: empresas cotizadas, usuarios de la información y regulador, en un previsible futuro escenario de mayor exigencia de información.

Objetivo 4: Desarrollar recomendaciones para que el nivel divulgativo en materia de riesgos de las empresas cotizadas españolas se adapten al previsible futuro escenario de mayor exigencia de información.

- Objetivo 4.1: Desarrollar recomendaciones para la implantación de nuevas directrices regulatorias sobre la divulgación de información sobre riesgos, sobre el contenido de los informes obligatorios, y sobre la ubicación de la información en estos últimos.
- Objetivo 4.2: Desarrollar recomendaciones para establecer un marco de supervisión de las compañías cotizadas que garantice un nivel de divulgación de información sobre riesgos adecuado en calidad y cantidad.

7 Metodología y resultados de la investigación

7.1 Introducción

La figura 7.1 muestra la metodología de trabajo utilizada en el presente proyecto de investigación.



Figura 7.1: Metodología de investigación.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

En los capítulos anteriores de esta tesis, hemos revisado la primera fase de esta metodología, habiendo delimitado el problema a investigar, establecido el marco conceptual y formulado los objetivos del estudio.

El presente capítulo describe las siguientes fases del trabajo: la selección del enfoque metodológico y la ejecución del trabajo de campo.

7.2 Selección del enfoque metodológico

7.2.1 Metodología cualitativa

Toda investigación es un proceso sistemático, controlado y empírico (Kerlinger, 1986) en el que se desarrollan conocimientos sobre la estructura, funcionamiento o cambio de algún aspecto de

la realidad. Dicho proceso debe llevarse a cabo de acuerdo a unas normas y reglas generales de procedimientos que constituyen el método de la ciencia en cuyo ámbito se realiza la investigación (Briones, 1990). Toda investigación debe interpretar exactamente los resultados obtenidos, debe construir conclusiones generalizables, y debe utilizar métodos, condiciones y resultados consistentes y replicables (Losada López & López-Feal Ramil, 2003).

En términos generales, entendemos por método la aplicación específica de un conjunto de técnicas apropiadas para resolver las cuestiones planteadas en los objetivos del trabajo (Mucchielli, 2001). El método seguido en una investigación puede ser cualitativo o cuantitativo, dependiendo del fenómeno a estudiar o de los objetivos que se pretenden alcanzar (Losada López & López-Feal Ramil, 2003). El enfoque cualitativo es aquel cuyos resultados no proceden de procedimientos estadísticos o de otro tipo de cuantificación. Se aplica en las investigaciones relativas a la vida de las personas, experiencias, comportamientos, emociones y sentimientos, así como al funcionamiento de organizaciones, movimientos sociales o culturales e interacciones entre naciones (Strauss & Corbin, 1990). El método cualitativo está recomendado en el estudio de *“fenómenos con contenidos cognitivos de los agentes sociales: opiniones, creencias, representaciones, motivaciones, intencionalidades, contenidos simbólicos, estrategias... con los que los individuos, grupos o colectivos de pertenencia o referencia, elaboran, interpretan y se apropian del sentido y significado de las interacciones y acontecimientos en los que participan; y en los fenómenos que se realizan y constituyen como procesos de relación entre agentes y en los que se ponen en juego recursos de diferente naturaleza, en particular los que se vinculan a opiniones, discursos, etc”* (Verd & Lozares, 2016). En general, los estudios cualitativos tratan fenómenos humanos que se refieren a producciones del hombre, bien individuales o colectivas, cuya comprensión requiere esfuerzos intelectuales que se apoyan en las llamadas técnicas de recogida y análisis cualitativos de datos (Mucchielli, 2001). En resumen, la finalidad de una investigación cualitativa es comprender e interpretar la realidad tal y como es entendida por los sujetos participantes en los contextos estudiados (Flores, Gómez, & Jiménez, 1999).

Las investigaciones cualitativas tienen varios elementos en común y se caracterizan por: pretender dar respuesta, no solo al “cómo” se comportan los fenómenos, sino también al “por qué” se comportan así; utilizar un diseño dinámico que varía a lo largo del proceso investigador; utilizar muestras intencionales de sujetos; recoger la información desde las palabras de las personas y darles una explicación y un significado; y recoger la información en un escenario natural, dentro del contexto o entorno de los individuos (Losada López & López-Feal Ramil, 2003).

Este tipo de investigaciones presenta tres componentes fundamentales: los datos, que pueden proceder de diversas fuentes, tales como entrevistas, observaciones, documentos, etc.; los procedimientos del investigador para interpretar y analizar los datos; y, por último, los informes finales para compartir las conclusiones (Strauss & Corbin, 1990). Adicionalmente, otros autores incluyen un cuarto componente, la preparación de la investigación, por lo que podemos decir que un estudio cualitativo consta de las siguientes etapas (Losada López & López-Feal Ramil, 2003; Verd & Lozares, 2016):

Preparación

Esta fase incluye el planteamiento del problema u objeto de la investigación, y la elaboración de un plan para buscar una solución a dicho problema.

Por una parte, se trata de establecer el tema de la investigación y los objetivos de la misma, el conjunto de cuestiones a los que la investigación debe responder, estudiar sus dimensiones relevantes, y establecer el marco conceptual revisando la bibliografía sobre el tema y valorando su utilidad.

Por otra, el diseño metodológico de la investigación consiste en la selección de las diversas alternativas disponibles en cuanto a las personas o grupos de personas sobre las que se va a obtener información, las fuentes complementarias que se utilizarán, las formas y técnicas de recogida de la información y la sistematización y análisis de datos.

Trabajo de Campo

Esta fase consiste en la puesta en marcha de la investigación en sí. A través del método elegido, que será el más adecuado en cada caso, se registran las acciones y/u opiniones de las personas que participan en la investigación.

Es interesante indicar que las técnicas cualitativas de recogida de datos se caracterizan por la implicación directa del investigador en el manejo de la técnica que utiliza. Por una parte, la técnica es una prolongación de sí mismo, el instrumento de la investigación está completamente integrado en el investigador, y éste debe ser activo intelectualmente en el manejo de la técnica que utiliza. Por otra, el investigador está inmerso en la investigación, no hay distancia respecto al objeto, y debe establecer una relación particular con las personas que participan en su investigación ya que ellos tienen las respuestas a sus preguntas (Mucchielli, 2001).

Análisis e interpretación

Esta fase se compone a su vez de dos etapas, el tratamiento de datos y su interpretación. El tratamiento, aun entendido como el procesamiento y organización de la información, nunca es mecánico, sino que es desarrollado por el investigador y se orienta a presentar la lectura de datos realizada (Verd & Lozares, 2016). El análisis de los datos es fundamentalmente analítico e interpretativo, no matemático y estadístico, se estudia el significado de las palabras de las personas, y los resultados de la investigación se obtienen de forma inductiva (Losada López & López-Feal Ramil, 2003).

Informe Final

La redacción y publicación de informes finales culminan el proceso de investigación y puede hacerse en forma de artículos en revistas científicas, en congresos y seminarios, o en libros (Briones, 1990; Strauss & Corbin, 1990).

Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015 describen las principales utilidades de los métodos cualitativos:

- Permiten abordar problemas complejos tales como el estudio de creencias, motivaciones o actitudes de la población.
- Permiten la participación de individuos con experiencias diferentes, lo cual aporta una perspectiva más amplia del problema.
- Permiten la generación rápida de un gran número de ideas, y reduce el tiempo necesario para la toma de decisiones.
- Su realización suele ser sencilla, con un bajo coste económico, y no requieren complicadas pruebas estadísticas.

Teniendo en cuenta todo ésto, la naturaleza y objetivos de nuestra investigación, y los colectivos implicados (las empresas cotizadas españolas en su calidad de emisores de información, los usuarios de la información, representados por analistas financieros y responsables de empresas de servicios de inversión, y el entorno académico español, representado por aquellos investigadores que han desarrollado estudios en este ámbito), decidimos, por tanto, abordar este trabajo desde una perspectiva cualitativa.

7.2.2 Método Delphi

Como ya se ha indicado, la elección de la técnica de recogida de datos en el trabajo de campo de una investigación cualitativa es un elemento básico de la investigación. Entre las principales técnicas e instrumentos de recogida de datos, encontramos: la observación participante, el grupo nominal, la entrevista en profundidad, los grupos de discusión, la historia de vida y el método Delphi (Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015; Losada López & López-Feal Ramil, 2003). Cada uno de estos métodos presenta características específicas y está indicado en circunstancias concretas. En nuestro caso, optamos por el método Delphi por las siguientes razones:

El método Delphi, desarrollado por Dalkey y Helmer en los años cincuenta del siglo XX para la Rand Corporation, es un método ampliamente utilizado y generalmente aceptado para conseguir la convergencia de opiniones de un grupo de expertos sobre determinados temas relativos al mundo real (Chia-Chien Hsu & Sandford, 2007).

Su objetivo es conseguir el consenso de un grupo de expertos sobre un determinado tema, a través de varias iteraciones mediante una serie de cuestionarios, y sus principales características son: el anonimato de los participantes, la retroalimentación o feedback controlado, y el análisis estadístico para la interpretación de resultados (Dalkey & Helmer, 1963). Las sucesivas iteraciones permiten a los participantes reformular sus opiniones en base a la información recibida (Landeta, 2006; Ludwig, 1994); el anonimato reduce la influencia de individuos dominantes presentes en el grupo, limitando la posible manipulación o coerción del resto; el feedback controlado permite centrar el tema de discusión y evitar desviaciones respecto al propósito inicial; y el análisis estadístico permite asegurar que las opiniones generadas por todos los participantes estén tenidas en cuenta en el resultado final (Dalkey, 1972).

Las recientes aplicaciones del método Delphi han eliminado la restricción relativa a la búsqueda de consenso, y actualmente se puede definir como “una técnica de investigación social cuyo objetivo es conseguir la opinión informada de un grupo de expertos” (Landeta, 2006); o como, un “método de estructuración de un proceso de comunicación grupal que es efectivo a la hora de permitir a un grupo de individuos, como un todo, tratar un problema complejo” (Linstone & Turoff, 1975).

Según Linstone y Turoff, aun cuando la técnica Delphi es usualmente considerada como una técnica prospectiva, dada su frecuente utilización en este ámbito, existen otras muchas áreas donde se puede emplear, y consideran que lo importante no es el ámbito de aplicación de la técnica sino las circunstancias que rodean el proceso de comunicación necesariamente asociado

a la investigación. De este modo, las respuestas a las preguntas sobre quién debe participar en el proceso, qué alternativas de comunicación están disponibles y qué nos proporciona cada una de esas alternativas, nos indicarán qué técnica es la más apropiada. En este sentido, consideran que la técnica Delphi está especialmente indicada cuando concurren una o varias de las siguientes circunstancias:

- a) El problema no se presta especialmente para técnicas analíticas y puede beneficiarse de los juicios subjetivos de un grupo de personas.
- b) Las personas que deben contribuir al análisis del problema no tienen un historial de relación entre ellas y pueden tener formación y experiencias diferentes.
- c) El número necesario de personas participantes es superior al de las que podrían interactuar presencialmente de una manera efectiva.
- d) El tiempo necesario, y coste asociado, para reuniones presenciales, es inasumible.
- e) La eficiencia de las reuniones presenciales se puede mejorar mediante un proceso adicional de comunicación.
- f) Las diferencias de opinión entre los participantes pueden ser tan fuertes, o tan difíciles de aceptar, que el proceso debe ser arbitrado y/o anónimo.
- g) La heterogeneidad de los participantes debe estar garantizada para asegurar la validez de los resultados.

Tal como describe Landeta, el método Delphi proporciona un marco metodológico flexible, aplicable a diversos objetos de estudio, que admite modificaciones en función de los objetivos que se quieren obtener (siempre que se mantengan las características básicas mencionadas anteriormente), y que permite al investigador actuar con relativa autonomía (Landeta, 1999).

7.3 Ejecución del trabajo de campo

La figura 7.2 muestra las distintas fases del desarrollo de nuestro trabajo de campo, el cual, basado en el método Delphi, constó de una fase previa de preparación y tres rondas.

7.3.1 Preparación

Esta fase incluyó las tareas previas necesarias para el correcto desarrollo del proceso de investigación, y en ella se llevó a cabo:

- La selección del panel de expertos.
- La selección y prueba de la plataforma para la gestión del proceso.

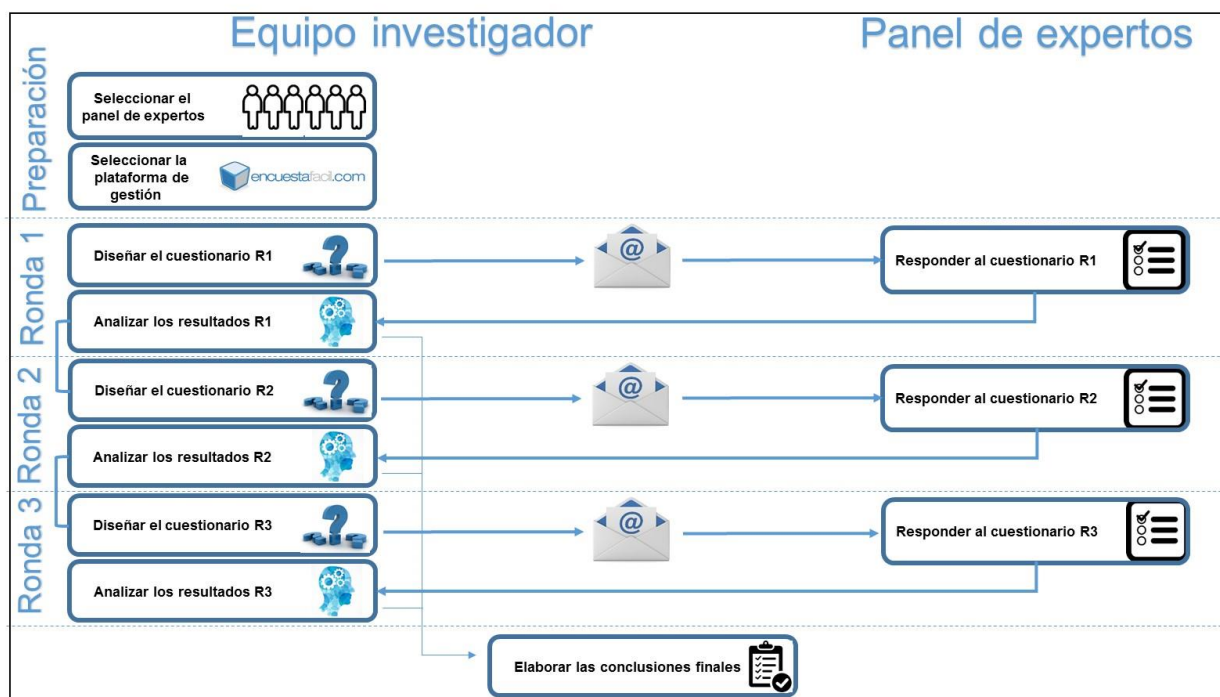


Figura 7.2: Metodología Delphi aplicada en el trabajo de campo.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Selección del panel de expertos

La selección de los participantes en el estudio Delphi es uno de los elementos clave a los que se debe prestar especial atención (Landeta, 2006), ya que está directamente relacionado con la calidad de los resultados obtenidos (Chia-Chien Hsu & Sandford, 2007). Muchas de las desventajas atribuidas al método Delphi tienen que ver con la selección inadecuada del panel de expertos (Gupta & Clarke, 1996; Mullen, 2003). Tres aspectos deben ser tenidos en cuenta en el proceso de selección de los participantes: su grado de conocimiento sobre la materia objeto del estudio, la variedad de sus experiencias, y el número óptimo de panelistas.

En relación al primer aspecto, consideramos experto a aquel individuo que tenga conocimiento y amplia experiencia sobre el tema en estudio (Cantrill, Sibbald, & Buetow, 1996; Pill, 1971), que sea capaz de aportar ideas relevantes (Landeta, 2006; Pill, 1971), que esté abierto a revisar o modificar sus opiniones con objeto de alcanzar el consenso pretendido (Pill, 1971), y que tenga relación de primera mano con el tema en cuestión (Anderson, 1993). También es necesario tener en cuenta su grado de motivación para participar en el estudio (Ortega Mohedano, 2008), y su interés en solucionar el problema (Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015). Adicionalmente, hay que tener en cuenta que el hecho de que dicho estudio suponga un beneficio para la sociedad

suele ser un estímulo para los participantes, ya que éstos generalmente consideran un honor poder hacer su contribución personal al mismo (Landeta, 2006).

En cuanto a la variedad de sus experiencias, es necesario crear un grupo multidisciplinar con amplia experiencia en sus respectivos ámbitos de trabajo (Heras, Cilleruelo & Iradi, 2008), y que incluya a todas las partes implicadas con intereses diversos en relación a la materia en estudio (Chia-Chien Hsu & Sandford, 2007; Linstone, 1978). Ésto garantiza la relevancia de las opiniones y permite lograr una mayor riqueza final (Ortega Mohedano, 2008).

El tercer elemento a considerar es el número de participantes. En general, no existe un consenso en la literatura sobre cuál es el número óptimo (Mullen, 2003). Éste está determinado por el número necesario para conformar un grupo de opiniones suficientemente representativo y por la capacidad de gestión del equipo investigador (Ludwig, 1994); por la variedad de los colectivos implicados y el área de actividad de los mismos (Ortega Mohedano, 2008); y por el propio propósito de la investigación (Cantrill et al., 1996). Por otra parte, no hay que olvidar el número de rechazos a participar entre los expertos invitados a ello, y el número de abandonos que se producen a lo largo del proceso (Ortega Mohedano, 2008). En general, el número recomendado de panelistas oscila entre 20 y 30. Así, encontramos que entre 15 y 20 expertos es un grupo metodológicamente fiable (Malla & Zabala, 1978); que no debe ser superior a 30 (Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015); suficiente entre 25 y 35 personas (Ortega Mohedano, 2008), o no inferior a 25 (Astigarraga, 2003). Por otra parte, en el caso de un grupo de expertos homogéneo, entre 10 y 15 participantes serán suficientes, pero cuando haya varios colectivos implicados, el número de participantes debe ser superior (Delbecq, Van de Ven, Andrew H, & Gustafson, 1975).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro panel de expertos se formó con tres colectivos directamente implicados en la materia, y su selección para participar en nuestro estudio siguió tres cauces diferentes en función del colectivo considerado.

Entorno académico español

Este colectivo fue seleccionado durante la fase de documentación y revisión bibliográfica. En esta fase, se identificó un grupo de investigadores que han desarrollado trabajos relacionados con el objeto de investigación de esta tesis. Estos trabajos incluyen, desde la dirección de tesis doctorales hasta la publicación de artículos en revistas especializadas, libros, o la propia realización de tesis doctorales. De esta manera, se identificaron 20 personas, de las cuáles se seleccionaron aquéllas que llevan a cabo, o han llevado, actividad docente de manera

permanente, con lo que el grupo quedó formado por 12 personas. Sus direcciones de correo electrónico se consiguieron en las páginas web de sus respectivas universidades.

El Anexo I recoge los nombres, cargos y algunos de los trabajos de investigación de las 12 personas seleccionadas.

Empresas cotizadas españolas

Con objeto de recoger la opinión de las empresas cotizadas españolas, y tras varias conversaciones con directivos de empresas pertenecientes y no pertenecientes al Ibex 35, se identificó la figura del Director de Auditoría Interna como la persona más cualificada, dentro de una empresa cotizada, para colaborar en este trabajo de investigación.

En efecto, según describe el Instituto de Auditores Internos de España en su página web, *“la misión de Auditoría Interna, definida en el Marco Internacional para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna, es la de mejorar y proteger el valor de las organizaciones proporcionando aseguramiento objetivo, asesoría y conocimiento basado en riesgos. La Auditoría Interna es una actividad de aseguramiento que revisa la fiabilidad e integridad de la información, el cumplimiento de políticas y regulaciones, la protección de los activos, el uso económico y eficiente de los recursos y el cumplimiento de las metas y objetivos operativos fijados por la Dirección. La principal función de la Auditoría Interna es proporcionar aseguramiento al Consejo de Administración, al Comité de Auditoría y a la alta dirección, sobre la eficacia del sistema de control interno y sobre los sistemas de gestión de riesgos. Los auditores internos, con un enfoque orientado a los principales riesgos, supervisan que los controles internos existentes son adecuados para mitigar estos riesgos y que los procesos de gobierno son eficaces y eficientes”* (Instituto de Auditores Internos de España, 2017).

Para elaborar la relación de Directores de Auditoría Interna a invitar, se utilizó la lista de empresas cotizadas en el Mercado Continuo español según figura en la página web de la Bolsa de Madrid (Bolsa de Madrid, 2017). En base a la clasificación sectorial utilizada por la entidad, identificamos las empresas pertenecientes a los sectores no financieros, es decir, Petróleo y Energía; Materiales Básicos, Industria y Construcción; Bienes de Consumo; Servicios de Consumo; y Tecnología y Telecomunicaciones, descartando las empresas pertenecientes al sector Servicios Financieros e Inmobiliarios. Además, eliminamos 7 empresas cuyos centros de decisión no están en España, quedando la muestra limitada a las 93 empresas que aparecen en el Anexo II, 24 de las cuales pertenecían al IBEX 35 a 9 de enero de 2017.

	Mercado Continuo	Sector no Financiero	Centro de decisión en España	Ibex 35
Petróleo y Energía	9	9	9	6
Materiales Básicos, Industria y Construcción	33	33	30	6
Bienes de Consumo	29	29	26	3
Servicios de Consumo	20	20	19	5
Servicios Financieros e Inmobiliarios	29			
Tecnología y Telecomunicaciones	9	9	9	4
Total	129	100	93	24

Tabla 7.1: Número de empresas cotizadas en el Mercado Continuo Español a 9/01/2017.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Una vez determinadas las empresas cotizadas españolas de interés para el estudio, se procedió a identificar a los Directores de Auditoría de las mismas. A través de las páginas web de las propias compañías, de sus informes anuales de gobierno corporativo, y mediante llamadas telefónicas, fue posible identificar a un total de 72 directores, 21 de ellos de empresas del Ibex 35, cuyos nombres quedan documentados en el Anexo III.

Los Directores de Auditoría Interna del resto de las compañías también fueron invitados a participar en el estudio; sin embargo, debido a la ausencia de datos identificativos, no recibieron una invitación personalizada sino una genérica, enviada a la atención del Director de Auditoría Interna de la compañía.

Adicionalmente, fue necesario localizar direcciones de correo electrónico donde enviar la invitación a participar en nuestro estudio Delphi. El procedimiento seguido fue el mismo en todos los casos. Éste consistió en llamar al número de teléfono de contacto que aparece en la página web de la compañía, y explicar que estábamos haciendo una tesis doctoral y que queríamos contactar por correo electrónico con el Director/a de Auditoría Interna de la compañía para invitarle a participar en un estudio Delphi. Por ese motivo, se les solicitaba una dirección de correo, bien la de la persona en cuestión, bien la de su asistente o bien una dirección de correo corporativa desde la cual se lo pudiesen reenviar. Las reacciones fueron variadas. En algunos casos, nos proporcionaron directamente la dirección de la persona indicada; en otros, nos dieron una dirección corporativa; y en otros, nos pusieron en contacto con el asistente del Director/a de Auditoría Interna, quien, o bien nos facilitó su propia dirección, o bien nos dio la de la persona en cuestión. Podemos decir que la colaboración fue total, ya que en todos los casos conseguimos una dirección de correo electrónico válida.

Analistas financieros y empresas de servicios de inversión

Ciertas empresas cotizadas españolas publican en sus páginas web el nombre de los analistas financieros que hacen seguimiento habitual de ese valor y que, por lo tanto, son usuarios de la información generada por las propias compañías. Del colectivo de 93 empresas analizadas, 36 publican dicha información y 19 de ellas pertenecen al Ibex 35.

	Empresas en estudio		Publican información de analistas	
	Total	Ibex 35	Total	Ibex 35
Petróleo y Energía	9	6	5	4
Materiales Básicos, Industria y Construcción	30	6	7	5
Bienes de Consumo	26	3	13	2
Servicios de Consumo	19	5	4	4
Tecnología y Telecomunicaciones	9	4	7	4
Total	93	24	36	19

Tabla 7.2: Número de empresas cotizadas que publican información sobre analistas en el 1^{er} trimestre de 2017.
Fuente: Elaboración propia, 2017.

El Anexo IV muestra una matriz de doble entrada en la que, por una parte, aparecen las 36 empresas mencionadas, y por otra, los nombres de los analistas que siguen a cada una de ellas. Obtuvimos así una relación de 115 analistas financieros. Adicionalmente, se añadieron otros 8 nombres obtenidos por otras fuentes. Sin embargo, del total de 123 personas identificadas, solo fue posible localizar los datos de contacto de 92 personas, cuyos nombres y empresas en las que prestaban sus servicios en noviembre de 2016 aparecen en el Anexo V. Hay que señalar que, a pesar de la reducción del número de personas mencionada, el número de empresas seguidas por los analistas seleccionados no varió.

La relación de 92 personas así seleccionadas se consideró suficientemente representativa para el estudio, y constituyó el colectivo de analistas financieros que fue invitado a participar en nuestro estudio Delphi. Sus direcciones de correo electrónico se consiguieron en internet aplicando diversos criterios de búsqueda.

Es importante indicar que la invitación a todos los colectivos fue a título personal, como expertos en la materia, asegurándoles que sus respuestas se considerarían propias, sin implicar ni representar de ningún modo a la organización en la que desarrollaban su actividad profesional en el momento del estudio.

Selección y prueba de la plataforma para la administración del proceso

Actualmente, la mayoría de los procesos Delphi se ejecutan de manera electrónica (Steinert, 2009). En nuestro caso, con objeto de facilitar la administración del proceso, se optó también por la utilización de una plataforma electrónica frente al formato en papel. Entre las ventajas de la encuesta electrónica, caben destacar: el acceso simultáneo a individuos en localizaciones muy distantes entre sí, la capacidad de poder llegar a personas difícilmente accesibles por otros medios, la captura automática de datos, y el ahorro de tiempo y esfuerzo para el investigador (Wright, 2005). Las encuestas electrónicas permiten al investigador capturar las respuestas mientras trabaja en otras tareas, y le permiten, asimismo, realizar análisis preliminares mientras va recibiendo los resultados, antes de disponer del número deseado de respuestas (Ilieva, Baron & Healey, 2002).
























Por otra parte, las encuestas en papel son costosas y especialmente más si el número de participantes es alto (Ilieva et al., 2002). Por el contrario, la encuesta electrónica permite reducir, no solo el coste de papel, sino también otros costes asociados con el proceso de impresión y manipulación, el servicio postal y la captura de las respuestas (Wright, 2005). Por otra parte, la capacidad de internet para distribuir, recibir o reenviar un gran número de cuestionarios simultáneamente y con gran rapidez, contrasta con las importantes limitaciones del correo postal (Fox, Murray, & Warm, 2003). Adicionalmente, la encuesta por Internet permite un mayor control sobre el encuestado, ya que es posible conocer el tiempo transcurrido entre el momento en el que el participante ve el cuestionario y en el que responde, el tiempo empleado en su respuesta, así como las interrupciones e inicios posteriores (Díaz de Rada, 2012).













Hasta hace unos años, la creación de encuestas online era una tarea complicada que requería conocimientos específicos de programación. Sin embargo, actualmente existen paquetes de software y aplicaciones web que han simplificado notablemente su desarrollo. Una de éstas, denominada EncuestaFacil.com, fue utilizada para conducir nuestro estudio Delphi.

EncuestaFacil.com es una aplicación web para crear encuestas a medida de una forma rápida y sencilla. Utiliza un intuitivo editor de encuestas que no requiere instalar ningún software ni realizar ningún tipo de descarga ni programación. Cubre todas las fases del proyecto: creación y diseño de la encuesta, distribución de cuestionarios, recopilación de respuestas y generación de informes, realizándose todas ellas a través de internet, por lo que se puede acceder a los resultados en tiempo real.

Las principales ventajas que plantea son su bajo coste, su rapidez, tanto para generar encuestas como para la captura y procesamiento de respuestas, y su accesibilidad, ya que cualquier persona conectada a internet puede responder a la encuesta desde cualquier navegador.

La plataforma es gratuita pero permite suscribir un bono Bronce, Plata u Oro, que amplía las funcionalidades disponibles. En nuestro caso, se optó por el bono Bronce, que tal como se describe en su página web, incluye las siguientes características:

Número de encuestas y respuestas	Ilimitado
Disponibilidad de los resultados	duración del bono
Límite de visualización de cuestionarios por encuesta	250
Plantillas de encuestas	+ 50
Preguntas por encuesta	Ilimitadas
Múltiples tipos de pregunta	+18
Preguntas de respuesta obligatoria.	
Opciones de respuesta ordenadas aleatoriamente de forma automática	
Inserción de logotipo en la encuesta	
Posibilidad de limitar la duración de la encuesta	
Inserción de imágenes en las preguntas	
Invitaciones y seguimientos de respuestas desde tracking	
Personalización del email del emisor de la encuesta (mis listas)	
Resultados en tiempo real	
Imprimir el informe de resultados	
Encuestas en cualquier idioma	
Soporte de ayuda telefónica	
Gráficos interactivos	
Filtrar resultados (informe)	
Preguntas dinámicas (mostrar/ocultar)	
Lógica de preguntas	
Lógica de saltos de página	
Soporte de ayuda online	
Compartir los resultados a través de un link	
Descarga de resultados en un archivo CSV utilizable por Excel, SPSS, ...	
Acceso restringido a la encuesta mediante palabra clave	
Acceso restringido a la encuesta con clave personalizada para cada encuestado	
Acceso restringido a los resultados mediante palabra clave	
Detalle de los cuestionarios en el informe de resultados compartido	

Visualización de resultados de las preguntas dinámicas	
Logotipo en el informe de resultados	
Imprimir cuestionarios para recoger respuestas en papel	
Personalización del pie de página	
Redirección de los encuestados al terminar la encuesta	
Posibilidad de poner un "alias" en el remitente de los envíos hechos con "mis listas"	
El encuestado puede imprimir el cuestionario al finalizar	
Sistema de avisos de recepción de respuestas nuevas	
Realizar sorteos entre los encuestados	
Organizar "Mis Encuestas" en carpetas	
Garantía de confidencialidad	
Plantillas de estilos personalizados	

A la hora de seleccionar la plataforma, se tuvieron también en cuenta las referencias presentadas por EncuestaFacil.com que, según indica en su página web, cuenta entre sus clientes con empresas tales como Accenture, Barclays, BBVA, Carrefour, Danone, Deutsche Bank, Iberia, IESE, ING, Johnson & Johnson, Michelin, Orange, PriceWaterhouseCoppers, Telefónica, Telepizza, TNT o Wolters Kluwer.

Adicionalmente, hay que mencionar que la plataforma dispone de un soporte online que dio respuesta a todas las dudas que surgieron durante el proceso de un modo realmente rápido, profesional y eficaz.

La plataforma EncuestaFacil tiene un gestor de encuestas muy potente cuyas principales funcionalidades son:

- El cuestionario se envía a través de un email que se genera automáticamente a partir de una lista de destinatarios que incluye su dirección de correo electrónico (dato obligatorio) y otros datos opcionales como [Nombre], [Apellido1], [Apellido2] y [TextoLibre].
- El email se genera a partir de una plantilla que ofrece un cuerpo de texto que puede ser personalizado incluyendo cualquiera de los campos disponibles en la lista de envío: [Nombre], [Apellido1], [Apellido2] y [TextoLibre].
- El email incluye un enlace [LinkEncuesta] que conduce directamente al cuestionario y permite responder a las preguntas de la encuesta.
- El sistema tiene una carpeta de seguimiento de la encuesta que permite monitorizar en cada momento el estado de cada cuestionario enviado. Incluye el registro completo de

los invitados a participar en la encuesta, reflejando la dirección de correo electrónico, los datos opcionales de [Nombre], [Apellido1], [Apellido2] y [TextoLibre], y el estado del cuestionario. Los estados posibles son:

- No enviado: No se ha enviado la encuesta a ese email, o ha habido algún fallo en el envío, o el envío se ha programado para más adelante.
 - Sin respuesta: El envío se ha realizado, y aún no se ha hecho click en el link de la encuesta.
 - Contestando: En este momento se está contestando a la encuesta, o se ha hecho click en el botón "Continuaré más tarde", o se ha cerrado la ventana del navegador (el encuestado no ha llegado a pulsar "Fin" en la última página).
 - Abandonado: No se ha concluido con éxito la encuesta, se ha pulsado el botón "Abandonar".
 - Finalizado: Se ha concluido con éxito la encuesta (ha llegado a la última página y ha pulsado "Fin").
- El sistema permite revisar los cuestionarios de respuesta individualmente.

Antes de proceder al envío masivo de emails, se llevó a cabo una prueba exhaustiva de la plataforma EncuestaFacil para probar ocho funcionalidades que se consideraron críticas:

1. Con objeto de garantizar que los emails lleguen correctamente a los destinatarios, el email con el enlace a la encuesta debe llegar al Buzón de Entrada del destinatario y no archivarse automáticamente en la carpeta de Spam o Correo no deseado.
2. Con objeto de que el email de invitación sea enviado por el Director de Tesis, debe ser posible indicar un remitente (tanto en alias como en dirección de correo) diferente al de la persona que administra la plataforma.
3. Con objeto de simplificar el trabajo y evitar errores de mecanografiado, debe ser posible cargar la lista de envío desde una hoja Excel que incluya todos los datos identificativos de los participantes y sus direcciones de correo electrónico.
4. Con objeto de controlar adecuadamente todos los envíos, el sistema debe enviar una notificación en caso de utilizarse una dirección de correo electrónico errónea.
5. Con objeto de que la encuesta pueda llegar a su destinatario final, el email con el enlace se debe poder reenviar a otra persona, y el enlace debe seguir funcionando correctamente.
6. Con objeto de que la invitación para participar en el estudio Delphi sea atractiva, el cuerpo del mensaje debe formatearse correctamente, y en el caso en que el email se envíe a la

atención de [Nombre], [Apellido1], [Apellido2], Director/a de Auditoría Interna, la ausencia del campo [Apellido2] no debe suponer un problema en el formato de texto.

7. Con objeto de personalizar el email de invitación, debe ser posible incluir un campo con el tratamiento Estimado Sr. o Estimada Sra.
8. Con objeto de identificar la respuesta de cada participante, el cuestionario de respuesta debe contener algún tipo de información identificativa.

Para realizar esta comprobación, se aplicó una metodología basada en ciclos de prueba. En cada ciclo, se utilizó un juego de datos que permitía probar las funcionalidades incluidas en dicho ciclo. Se plantearon tres ciclos de prueba cuyos resultados fueron:

1. En la mayoría de los casos, los emails generados automáticamente llegan al Buzón de Entrada del destinatario. No obstante, se detectó que en un número muy reducido de casos el email llegaba a la carpeta de Spam. Dado que ésto solo depende de la configuración del servidor de correo entrante, no se pudo tomar ninguna acción correctora.
2. El remitente del email de invitación (tanto en alias como en dirección de correo) puede ser diferente al de la persona que administra la plataforma.
3. La lista de envío se carga fácilmente desde una hoja Excel. Ésta debe estar correctamente formateada comenzando la cabecera en Fila 1, Columna 1. Esta cabecera debe incluir los campos: email, Nombre, Apellido1, Apellido2, TextoLibre. Adicionalmente, se confirmó con el LiveChat de EncuestaFacil, que la lista de envío no tiene límite de participantes, pero que el límite de cada importación de Excel es de 5.000 registros.
4. Si bien la plataforma EncuestaFacil no genera en sí misma ninguna notificación cuando se utiliza una dirección errónea de correo electrónico, su servidor de correo ha enviado en todos estos casos una notificación de error al buzón de correo del remitente.
5. El email con el enlace a la encuesta se puede reenviar, y la encuesta puede ser respondida por otra persona diferente al destinatario. Sin embargo, solo se conservan los datos identificativos del destinatario original ya que dicha información está asociada al enlace enviado.
6. El formato del email recibido por el destinatario depende de la configuración que tenga su aplicación de correo electrónico. El texto se formatea en función de los datos de configuración (tipo de letra, tamaño, ...) que éste tenga. Adicionalmente, la ausencia del segundo apellido en la lista de envío no genera ningún problema de formateo del texto del email.

7. El contenido del email se puede personalizar utilizando el campo [TextoLibre] que se debe rellenar en la lista de envío indicando Estimado Sr. o Estimada Sra., según convenga.
8. El cuestionario de respuesta muestra la dirección de correo electrónico del destinatario original del email.

Adicionalmente a todo lo anterior, en el transcurso de estas pruebas se detectó un problema no previsto. Dado que el envío de emails y la correcta recepción de los mismos por parte de los participantes era un aspecto crítico que debía estar garantizado, realizamos pruebas de envío utilizando como remitente tres direcciones de correo electrónico diferentes, una dirección de hotmail, una de gmail y otra de ehu.eus.

En estas pruebas, observamos que, si bien al usar como remitente las direcciones de hotmail y gmail todos los mails llegaban sin problemas a sus destinatarios, en el caso del uso del dominio ehu.eus, encontrábamos que, en el mismo envío:

- unos emails llegaban a sus destinatarios.
- otros emails no llegaban a los destinatarios y se recibía un mensaje notificando error en la entrega.
- otros emails no llegaban a los destinatarios y no se recibía ninguna notificación de error.

Tras realizar repetidas pruebas, y confirmar que el error se mantenía, y estaba relacionado con los registros SPF (Sender Policy Framework) del dominio ehu.eus, el problema fue escalado al CAU de la Universidad del País Vasco, y de ahí a los administradores de correo de la Universidad.

Éstos detectaron que el registro SPF de la UPV-EHU no tenía incluidas las direcciones IP de EncuestaFacil como estafetas de salida válidas. El problema surgía porque EncuestaFacil estaba enviando los emails en nombre de la UPV (from ehu.eus), y dado que algunos servidores entrantes revisan los registros SPF del remitente y solo aceptan los emails procedentes de direcciones IP válidas, estos emails eran rechazados en destino, en unos casos enviando mensajes de error y en otros no.

Dado que EncuestaFacil es una plataforma utilizada ampliamente en la UPV-EHU, los administradores del dominio ehu.eus decidieron incluir las direcciones IP de EncuestaFacil en su registro SPF, eliminando este problema, no solo para nuestro trabajo, sino también para todos los futuros usuarios de esta plataforma en la UPV-EHU.

7.3.2 Desarrollo de las rondas primera, segunda y tercera

Nuestro estudio Delphi constó de tres rondas, cada una de las cuales se desarrolló en tres pasos: diseño del cuestionario y análisis de resultados, llevadas a cabo por el equipo investigador, y respuesta a los cuestionarios, llevada a cabo por el panel de expertos.

Diseño del cuestionario

El diseño del cuestionario de un estudio Delphi es otro elemento fundamental del proceso ya que la calidad de los resultados de la investigación depende directamente del esmero puesto en su preparación (Astigarraga, 2003). Si bien algunos autores indican que la primera ronda de un estudio Delphi debe comenzar con un enfoque abierto, en el que se invite a los panelistas a identificar aspectos, cuestiones, problemas, etc., relacionados con la materia en cuestión (Chia-Chien Hsu & Sandford, 2007; Mullen, 2003), la mayoría de los estudios comienzan con un cuestionario estructurado que es desarrollado por el equipo investigador (Charlton, Patrick, Matthews, & West, 1981; Wild & Torgersen, 2000), bien con la ayuda de algún experto (Evans, 1997), o bien en base a una revisión exhaustiva de la literatura existente (Chia-Chien Hsu & Sandford, 2007), siempre y cuando haya suficiente información disponible y utilizable (Kerlinger, 1973).

Los cuestionarios deben elaborarse de modo que faciliten la respuesta de los participantes (Astigarraga, 2003), siendo necesario ponerse en el lugar del panelista, y pensar en el esfuerzo que le supondrá su participación en el estudio (Landeta, 2006). El objetivo del cuestionario es recoger las opiniones cualitativas de los participantes mediante criterios cuantitativos (Campos Climent, Melián Navarro, & Sanchis Palacio, 2014); por tanto, las preguntas deben ser precisas, y tales que permitan que las respuestas puedan ser cuantificadas y ponderadas, recurriéndose a respuestas categorizadas del tipo, Sí/No, Mucho/Medio/Poco (Astigarraga, 2003) o a la escala de Likert (Ortega Mohedano, 2008). No obstante, el cuestionario también debe animar a los expertos a aportar comentarios cualitativos, explicaciones adicionales, tanto para enriquecer el resultado final de la investigación, como para compensar a los participantes, permitiéndoles compartir su conocimiento de una manera más amplia (Landeta, 2006).

En nuestro caso, el primer cuestionario se preparó en base a una revisión exhaustiva de la literatura existente, y los siguientes, en base a las respuestas de los anteriores, siempre teniendo en cuenta los objetivos de la investigación. Las cuestiones abordadas en cada ronda pasaron a la siguiente en función del nivel de consenso alcanzado en dicha ronda, de tal modo que las cuestiones que quedaban consensuadas en una ronda no pasaban a la siguiente, mientras que

aquellas en las que no se llegaba a un consenso se reformulaban para mayor clarificación, y pasaban a la siguiente ronda junto con nuevas cuestiones que surgían de los comentarios proporcionados por los participantes.

La Tabla 7.3 muestra los objetivos de la investigación, el capítulo de referencia de esta tesis que soporta dicha investigación, y las preguntas de los cuestionarios que buscaban dar respuesta a los objetivos marcados.

Objetivos de la investigación	Capítulo de referencia	Preguntas		
		Ronda 1	Ronda 2	Ronda 3
Objetivo 1 Determinar las razones de las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero para divulgar información sobre riesgos, los beneficios esperados de dicha divulgación, y los argumentos en contra de la misma, comprobando la validez e importancia relativa de las diferentes teorías económicas sobre la divulgación de información: Señales, Agencia, Costes del Propietario, Grupos de Interés y Legitimidad.	2.5 Divulgación voluntaria de información 5.4 Opinión de los usuarios: analistas financieros e inversores institucionales 5.5 Opinión de las empresas emisoras de información 5.7 Cuestiones por resolver en materia de divulgación de información sobre riesgos	4,5,6	28	
Objetivo 2.1 Analizar la importancia relativa y la calidad actual de la información sobre riesgos presente en los informes obligatorios de las empresas cotizadas españolas, distinguiendo entre: la relativa a los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos de las compañías, los diferentes tipos de riesgos a los que éstas se enfrentan, y los riesgos materializados en el ejercicio.	5.2 Características de la información publicada en los informes anuales, motivación y efectos 5.3 Principales carencias de los informes anuales en materia de riesgos 5.4 Opinión de los usuarios: analistas financieros e inversores institucionales 5.5 Opinión de las empresas emisoras de información 5.6 Recomendaciones para una divulgación de información sobre riesgos eficaz 5.7 Cuestiones por resolver en materia de divulgación de información sobre riesgos.	3,7,9,10,11		

Tabla 7.3: Confluencia entre los objetivos de la investigación y las preguntas de los cuestionarios.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Los cuestionarios de las tres rondas pueden consultarse en los anexos VI, VII y VIII respectivamente.

El cuestionario de la primera ronda constó de 15 preguntas. Las dos primeras, relativas a los datos necesarios para la segmentación y categorización de las respuestas (P1 - P2), recogían información sobre el participante, y sirvieron para identificar las diferencias de opinión entre los diferentes colectivos que colaboraron en el estudio; la siguiente era una pregunta de entrada a la investigación (P3); y a continuación se proponían 5 grupos de preguntas que, tal como se ha descrito anteriormente, se alineaban con los objetivos de la investigación:

Objetivos de la investigación	Capítulo de referencia	Preguntas		
		Ronda 1	Ronda 2	Ronda 3
Objetivo 2.2 Analizar la idoneidad de las directrices actuales establecidas por el regulador español para garantizar que las compañías cotizadas españolas divulguen información sobre riesgos en cantidad y calidad adecuada.	4.1.2 Obligación de informar sobre riesgos y sistemas de gestión de riesgos 4.1.3 Responsabilidad de la gestión de riesgos	6,14	13	
Objetivo 2.3 Identificar la importancia relativa de determinados aspectos organizativos, corporativos y externos que propician la existencia de un régimen divulgativo robusto en materia de riesgos en las compañías cotizadas, y evaluar el grado de influencia ejercido actualmente por los colectivos con mayor ascendente.	5.2 Características de la información publicada en los informes anuales, motivación y efectos 4.1.3 Responsabilidad de la gestión de riesgos	12	10	5,6
Objetivo 3 Identificar la evolución prevista de la divulgación de información sobre riesgos en los próximos años, el marco temporal en el que se producirán los cambios esperados, las causas que los propiciarán, así como el papel que desempeñarán los principales colectivos implicados: empresas cotizadas, usuarios de la información y regulador, en un previsible futuro escenario de mayor exigencia de información.		15	1,2,3,4,5,8,9	1,2

Objetivos de la investigación	Capítulo de referencia	Preguntas		
		Ronda 1	Ronda 2	Ronda 3
Objetivo 4.1 Desarrollar recomendaciones para la implantación de nuevas directrices regulatorias sobre la divulgación de información sobre riesgos, sobre el contenido de los informes obligatorios, y sobre la ubicación de la información en estos últimos.	2.3 Divulgación de información bajo el marco regulatorio español 2.4 Informe integrado 4.1.2 Obligación de informar sobre riesgos y sistemas de gestión de riesgos 4.3 Los riesgos en el informe integrado	15,8	6,7,13,14 15,17,18,19 20,21,22,24 25,26,27	3,9,10
Objetivo 4.2 Desarrollar recomendaciones para establecer un marco de supervisión de las compañías cotizadas que garantice un nivel de divulgación de información sobre riesgos adecuado en calidad y cantidad.	4.1.3 Responsabilidad de la gestión de riesgos	13	11,12,16,23	4,7,8

Tabla 7.3 (Cont.): Confluencia entre los objetivos de la investigación y las preguntas de los cuestionarios.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

- Motivaciones, beneficios y argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos de las empresas cotizadas españolas (P4 - P6).
- Localización de información sobre riesgos en las diversas fuentes disponibles (P7 - P8).

- Calidad de la información sobre riesgos divulgada por las empresas cotizadas españolas (P9 - P11).
- Características organizativas, corporativas y externas, que propician la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas (P12 - P13).
- Cuestiones regulatorias (P14 - P15).

El cuestionario de la segunda ronda constó de 28 preguntas principales, y otras 6 que se activaban en función de las respuestas dadas a algunas de las anteriores. Las preguntas principales se agrupaban en cuatro bloques:

- Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos (P1 - P9).
- Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos (P10 - P12).
- Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información:
 - sobre los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos (P13 - P19).
 - sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías (P20 - P25).
 - sobre los riesgos materializados en el ejercicio (P26 - P27).

Estas recomendaciones giraban en torno al contenido de la información, a las directrices disponibles para su preparación, y a la ubicación de la información en los informes obligatorios.

- Argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos (P28).

El cuestionario de la tercera ronda constó de 10 preguntas que se podían agrupar en cuatro bloques:

- Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos (P1 – P4).
- Características organizativas, corporativas y externas que propician la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas (P5-P6).
- Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos (P7 – P8).
- Desarrollo de recomendaciones relativas a la ubicación de la información en los informes obligatorios (P9 - P10).

Adicionalmente, teniendo en cuenta la recomendación de Landeta de ponerse en el lugar del panelista, los dos primeros cuestionarios incluían además, al inicio de los mismos, una sección denominada “Consideraciones Previas”, que explicaba los objetivos de la investigación y clarificaba algunos conceptos; y otra sección denominada “Mapa del Cuestionario”, que explicaba al participante la estructura y contenido del propio cuestionario.

Por otra parte, con objeto de capturar la mayor cantidad de matices en las respuestas, los cuestionarios constaban de diversos tipos de preguntas en las que se solicitaba al participante:

- Expresar su opinión mostrando su nivel de acuerdo o desacuerdo con determinadas afirmaciones, seleccionando la opción elegida en una escala que ofrece varios niveles de respuesta, pudiendo ir desde “Totalmente de acuerdo” a “Totalmente en desacuerdo”.
- Ordenar una lista de entre 5 y 10 ítems, marcando con un “1” el más importante, con un “2” el siguiente, y así sucesivamente.
- Marcar con una “X” la opción que se considere conveniente, pudiéndose, en algunos casos, marcar más de una opción.
- Valorar determinadas características de una serie de ítems mediante escalas numéricas, por ejemplo de “1” a “5”, o mediante escalas cualitativas, por ejemplo “Insuficiente”, “Mejorable”, y “Adecuado”
- Responder Sí o No a determinadas cuestiones.

Asimismo, para animar a los participantes a aportar comentarios cualitativos, todas las listas de ítems incluyeron una línea en blanco denominada “Otro” que permitía al participante incluir un ítem más a la lista proporcionada. Cada pregunta incluyó, además, un espacio en blanco denominado “Observaciones”, donde el participante podía incluir cualquier comentario que considerase relevante. Al final del cuestionario, existía también un espacio en blanco para incluir observaciones adicionales de carácter general.

Hay que tener en cuenta que la metodología cualitativa recomienda llevar a cabo una pre-investigación, una pequeña inmersión en el trabajo de campo, en forma de primera toma de contacto, para evaluar las dificultades de la investigación, y realizar las primeras observaciones. Asimismo, se recomiendan las entrevistas a expertos que conozcan bien el campo de trabajo y puedan hacer aportaciones que afinen la metodología de trabajo (Mucchielli, 2001). Esta pre-investigación se puede articular mediante una revisión del cuestionario con un grupo reducido de expertos para, por una parte, mejorar la precisión y detalle de las preguntas, y por otra, valorar la dificultad para responder, e incluso, para administrar el proceso (Landeta, 2006).

En nuestro caso, el grupo de expertos consultado estuvo formado por tres personas:

- La Directora de Riesgos de Negocio de una empresa del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción, perteneciente al IBEX 35.
- El Director de Auditoría Interna de una empresa del sector de Tecnología y Telecomunicaciones, no perteneciente al IBEX 35.
- Un Gestor de Fondos de una entidad financiera y Doctor en Economía y Empresa.

El objetivo de la revisión fue recabar la opinión del grupo de revisores sobre el primer cuestionario, en materia de: presentación y formato, relevancia del tema y pertinencia de las preguntas, claridad de las mismas, tiempo necesario para responder y dificultades para responder. Los revisores aportaron importantes y valiosos comentarios e ideas que lo mejoraron sustancialmente.

Por último, los cuestionarios deben ir acompañados de una carta de invitación, indicando la importancia de la investigación, agradeciendo la participación, y estableciendo el plazo máximo para cumplimentar el cuestionario (Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015). En nuestro caso, estas cartas se pueden consultar en los Anexos IX, X y XI. Hay que indicar que cada carta tenía varias versiones, pero la única diferencia radicaba en la forma de dirigirnos al interesado:

- Para el colectivo académico y de analistas financieros: sin encabezado previo.
- Para los Directores de Auditoría Interna cuando estaban identificados: "A la atención de [Nombre], [Apellido1], [Apellido 2], Director de Auditoría Interna".
- Para los Directores de Auditoría Interna cuando no estaban identificados: "A la atención del Director de Auditoría Interna".

Respuesta del panel de expertos

La Tabla 7.4 muestra el calendario de las sucesivas rondas realizadas y el número de participantes de cada una de ellas.

Las tres rondas se lanzaron los días 3 de febrero, 21 de abril y 23 de junio de 2017, respectivamente. El plazo marcado para responder en las dos primeras se fijó en tres semanas, pero, con objeto de facilitar la participación en el estudio, la encuesta permaneció abierta al público hasta dos semanas antes del lanzamiento de la ronda siguiente. Sin embargo, dado que durante estas dos rondas se observó que la mayor parte de los participantes respondían en los primeros diez días, y con objeto de acortar la tercera ronda por la llegada del período estival,

optamos por reducir el plazo inicial de ésta a diez días, y la encuesta se cerró al público el día 16 de julio de 2017.

	Ronda1	Ronda 2	Ronda 3
Fecha Lanzamiento	03/02/2017	21/04/2017	23/06/2015
Fecha Fin	26/02/2017	14/05/2117	05/07/2017
Fecha Cierre	09/04/2017	11/06/2017	16/07/2017
Número de Participantes	28	23	22
Directores de Auditoría Interna	14	13	13
IBEX 35	4	3	3
No IBEX 35	10	10	10
Analistas financieros	9	6	5
Colectivo académico	5	4	4

Tabla 7.4: Parámetros de ejecución de las tres rondas del estudio Delphi.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Hay que mencionar que se produjeron los habituales abandonos de participantes en este tipo de procesos. En efecto, éste es uno de los inconvenientes de esta técnica, tal como es mencionado por numerosos autores, quienes se refieren a este fenómeno como “inestabilidad en el número de respuestas a lo largo de las sucesivas rondas” (Gupta & Clarke, 1996), señalando que el proceso puede hacerse largo para algunos participantes, provocando su abandono (Campoy Aranda & Gomes Araújo, 2015; Landeta, 2006; Mullen, 2003; Ortega Mohedano, 2008). En nuestro caso, la tasa de abandonos fue superior entre el grupo de analistas financieros.

Los resultados de las sucesivas rondas están disponibles en los Anexos XII, XIII y XIV. Cada uno de ellos incluye las preguntas de cada ronda, las tablas de frecuencias de las respuestas, y los comentarios cualitativos proporcionados por los participantes.

Análisis de resultados

El análisis de datos es otra de las fases fundamentales en una investigación cualitativa. Este análisis se define como el conjunto de operaciones, transformaciones y reflexiones, que permitirán extraer de ellos un significado relevante en relación al problema que se está investigando (Flores et al., 1999). Para mayor clarificación de este proceso es interesante la diferencia que establece Patton entre el *análisis* y la *interpretación* de los datos cualitativos, al referirse al *análisis* como el proceso de ordenar los datos y organizarlos en modelos y categorías, y a la *interpretación* como la acción de dar significado al análisis, explicar los modelos y buscar relaciones entre ellos (Patton, 1987).

En esta línea, Landeta indica también que el análisis de resultados de un ejercicio Delphi consta de dos partes: una, el análisis cuantitativo de la distribución de las respuestas, y otra, el análisis global que integre los resultados del análisis cuantitativo con las informaciones cualitativas proporcionadas por los participantes, así como con la propia percepción del investigador (Landeta, 1999). Losada y López especifican con mayor detalle las etapas del tratamiento de la información obtenida de un método Delphi señalando: el análisis estadístico de los datos procedentes de las partes estructuradas del cuestionario, el análisis cualitativo de contenidos para categorizar la información no estructurada procedente de los cuestionarios, y el análisis relacional de información, referida a diferentes momentos, o de la misma información procedente de varios individuos o grupos (Losada López & López-Feal Ramil, 2003).

Otro aspecto a tener en cuenta en el análisis de resultados es que el Delphi es una técnica que busca el consenso entre un grupo de expertos. Sin embargo, no siempre es posible alcanzar dicho consenso porque es natural que el grupo de expertos discrepen entre sí y mantengan opiniones dispares (Ruiz Olabuénaga & Ispizua Uribarri, 1989). Por este motivo, Landeta indica que no solo el consenso, sino también la estabilidad de las respuestas, son los dos criterios a tener en cuenta en el análisis de los resultados, y en consecuencia, en la continuación de las rondas, o en la finalización de las mismas para esa determinada cuestión.

Asímismo, entendiendo consenso por haber alcanzado un grado aceptable de convergencia en las respuestas de los expertos, queda a la libertad del investigador especificar el nivel de exigencia necesario para considerar aceptable dicho grado de convergencia alcanzado (Landeta, 1999). En nuestro caso, tomamos como nivel de convergencia un porcentaje de acuerdo en las respuestas del 70%.

Si bien, como hemos mencionado, el análisis de resultados se realizó en cada una de las rondas, el mayor esfuerzo se llevó a cabo terminada la tercera ronda, con objeto de extraer las conclusiones de la investigación. Para ello, el primer paso fue reorganizar la información disponible eliminando el criterio de "Ronda" y pasando a un criterio de "Objetivos de la investigación", alineando las preguntas, tablas de frecuencias y comentarios cualitativos, con cada uno de los siete objetivos definidos. Asimismo, los comentarios cualitativos se agruparon según el tipo de respuesta que el autor del comentario había dado en el cuestionario estructurado. Este enfoque nos permitió desarrollar las conclusiones de nuestro trabajo tal como se describen en el siguiente capítulo de esta tesis.

8 Conclusiones de la investigación

El presente capítulo recoge las principales conclusiones obtenidas durante nuestra investigación. Para su mejor comprensión, se presentan alineadas con los objetivos de investigación que nos habíamos marcado al inicio del trabajo.

Objetivo 1: Determinar las razones de las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero para divulgar información sobre riesgos, los beneficios esperados de dicha divulgación y los argumentos en contra de la misma, comprobando la validez e importancia relativa de las diferentes teorías económicas sobre la divulgación de información: Señales, Agencia, Costes del Propietario, Grupos de Interés y Legitimidad.

Las respuestas de nuestro panel de expertos muestran una clara concordancia entre los motivos de las empresas para divulgar y los beneficios potenciales de dicha divulgación, demostrando que los motivos para divulgar están completamente alineados con los beneficios esperados de ello. Hemos podido identificar que, según nuestros expertos, los principales motivos de las empresas cotizadas españolas para divulgar información sobre riesgos son, por orden de importancia:

1. Demostrar el compromiso con la transparencia y el buen gobierno corporativo.
2. Satisfacer las necesidades de información de los proveedores de capital.
3. Satisfacer las necesidades de información de los grupos de interés.
4. Cumplir estrictamente con los requerimientos de información del regulador.
5. Demostrar capacidad de gestión para cumplir el plan de negocio de la compañía.
6. Evitar posibles demandas judiciales futuras por ocultación de información.
7. Ser líder en materia de divulgación.
8. Emular a los competidores.
9. Justificar unos posibles malos resultados.

Es interesante destacar que los cinco primeros motivos están a una distancia bastante significativa de los cuatro últimos, y que las variaciones observadas en las opiniones de los tres colectivos que componen nuestro panel de expertos no son significativas.

También por orden de importancia, identifican los principales beneficios esperados de la divulgación de información.

Conclusiones de la investigación

1. Legitima a la compañía al alinearse ésta con los objetivos de transparencia y buen gobierno demandados por la sociedad.
2. Genera confianza entre los inversores al reducir la incertidumbre sobre el rendimiento futuro de la compañía.
3. Mejora la relación entre la compañía y sus grupos de interés.
4. Permite a los inversores tener un mejor conocimiento de la gestión de la compañía.
5. Demuestra la eficacia de un sistema robusto de gestión de riesgos y oportunidades.
6. Aumenta el acceso de la compañía al mercado de capitales, incrementa la liquidez de las acciones y reduce el coste de capital.
7. Genera mayor consenso entre los analistas financieros aumentando la confianza de los inversores.
8. Incrementa el valor de la compañía al demostrar que los riesgos no se materializan.

En este caso, las variaciones observadas entre colectivos tampoco son significativas, aunque merece la pena destacar que el colectivo de los Directores de Auditoría concede más importancia que el resto al hecho de que la divulgación de riesgos demuestra la eficacia de un sistema robusto de gestión de riesgos y oportunidades.

Por otra parte, si bien existen argumentos que podrían justificar que el nivel divulgativo sea menor que el deseado, podemos decir que nuestro grupo de expertos no los valora como inconvenientes reales, y confirman que la divulgación de información sobre riesgos:

- No es un mero ejercicio burocrático que no aporte valor.
- No pone en peligro el valor de la compañía ni proyecta una imagen negativa de la misma.
- No debilita la posición competitiva de la empresa ni la posición negociadora con clientes, proveedores o empleados.
- No es un ejercicio costoso ya que aunque los costes de preparación de información sobre riesgos son altos la primera vez, se reducen en los años posteriores, y en cualquier caso, los beneficios derivados de la misma compensan los costes asociados a su preparación.

Sin embargo, nuestros expertos coinciden en afirmar que divulgar información implica establecer un precedente en cuanto al nivel divulgativo futuro de la compañía, y que una disminución posterior en la calidad o cantidad de información suministrada será interpretada como un signo negativo. Asimismo, consideran que la materialización de riesgos no anticipados, o el fracaso en las estrategias de mitigación previstas, se podrán atribuir a la falta de capacidad de los equipos gestores, pudiendo poner en peligro su credibilidad, y potencialmente su continuidad.

Objetivo 2: Realizar un diagnóstico del estado actual de la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero.

Objetivo 2.1: Analizar la importancia relativa y la calidad actual de la información sobre riesgos presente en los informes obligatorios de las empresas cotizadas españolas, distinguiendo entre: la relativa a los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos de las compañías, los diferentes tipos de riesgos a los que éstas se enfrentan, y los riesgos materializados en el ejercicio.

Nuestro colectivo de expertos considera unánimemente que es importante que las empresas cotizadas españolas divulguen información sobre los riesgos a los que están expuestas, y sobre los sistemas de control y gestión de los mismos.

En este sentido, existe una clara unanimidad entre los tres colectivos de expertos en cuanto a la importancia atribuida a que las compañías informen sobre sus sistemas de control y gestión de riesgos, pero se observa cierta discrepancia entre ellos en relación a la calidad percibida de dicha información. Así, si bien los Directores de Auditoría muestran mayor nivel de satisfacción con la calidad de la información, los analistas financieros y el colectivo académico se pronuncian bastante más críticos con la misma.

Por otra parte, en relación a la información divulgada sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías, podemos concluir que, para todas las cuestiones planteadas, la valoración de la calidad percibida por todos los colectivos se sitúa en un nivel medio o bajo. Además, nuestro grupo de expertos considera que, actualmente, existe una desproporción entre la cantidad y la calidad de información divulgada relativa a riesgos financieros frente a otros tipos de riesgos, demandan más información relativa a estos últimos, y mayor calidad de la misma. Asimismo, aunque la valoración de la calidad de la información relativa específicamente a los riesgos propios de la compañía está en un nivel medio, se observa una demanda generalizada de mayor calidad de la información relativa a otras cuestiones, tales como priorización de los riesgos, probabilidad de ocurrencia, e impacto económico potencial de los mismos.

Por último, igualmente, todos nuestros expertos concluyen que la calidad de la información relativa a los riesgos que se han materializado en el ejercicio, especificando cuál ha sido su impacto, se encuentra en un nivel medio o bajo.

Objetivo 2.2: Analizar la idoneidad de las directrices establecidas por el regulador español para garantizar que las compañías cotizadas españolas divulguen información sobre riesgos en cantidad y calidad adecuada.

Nuestro grupo de expertos se muestra prácticamente unánime en considerar que las directrices actuales disponibles en la legislación española, o dictadas por la CNMV, para preparar la información relativa a riesgos, son insuficientes, especialmente las relativas a riesgos estratégicos y operacionales, y que las compañías no pueden divulgar solo la información que consideren conveniente. Asimismo, consideran que el formato actual y los requerimientos del apartado “E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos” del informe anual de gobierno corporativo es insuficiente para tener una comprensión adecuada del sistema de control y gestión de riesgos de una compañía.

Objetivo 2.3: Identificar la importancia relativa de determinados aspectos organizativos, corporativos y externos que propician la existencia de un régimen divulgativo robusto en materia de riesgos en las compañías cotizadas, y evaluar el grado de influencia ejercido actualmente por los colectivos con mayor ascendente.

Los aspectos, identificados por nuestro grupo de expertos, con mayor capacidad para influir en el régimen divulgativo de las compañías en materia de riesgos, son, por orden de importancia, los siguientes:

1. El compromiso del Consejo de Administración.
2. El compromiso del Equipo Directivo.
3. Disponer de una función específica de control y gestión de riesgos dentro de la organización.
4. La presión de los inversores institucionales presentes en el capital.
5. Cotizar en mercados internacionales.
6. El control de la CNMV, mediante su revisión del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno.
7. La formación en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos de los miembros de la Comisión de Auditoría del Consejo.
8. La presión de los proxy advisors.
9. La presión del Auditor Externo.
10. La presión de los analistas financieros.
11. El sector en el que opera la compañía (aparte del sector financiero).

En relación al nivel de influencia ejercido actualmente por estos colectivos, nuestro grupo de expertos coincide al afirmar que, en general, los miembros de la Comisión de Auditoría y Control de los Consejos de Administración tienen un nivel de compromiso adecuado con la calidad y cantidad de la divulgación de información sobre riesgos, pero el nivel de implicación del resto de miembros del Consejo todavía es insuficiente. Los inversores institucionales presentes en el capital, los proxy advisors y los analistas financieros ejercen un nivel de presión adecuado en esta materia, pero no así los equipos directivos ni los grupos de interés. Adicionalmente, consideran que la CNMV, a pesar de la falta de directrices claras y completas en esta materia, podría ser más exigente, y debería revisar la información suministrada, y si fuese necesario, solicitar detalles adicionales vía “Requerimientos específicos de información”.

Objetivo 3: Identificar la evolución prevista de la divulgación de información sobre riesgos en los próximos años, el marco temporal en el que se producirán los cambios esperados, las causas que los propiciarán, así como el papel que desempeñarán los principales colectivos implicados: empresas cotizadas, usuarios de la información y regulador, en un previsible futuro escenario de mayor exigencia de información.

Nuestro grupo de expertos considera que la divulgación de información sobre riesgos se encuentra en un estado incipiente, y que en los próximos años experimentará cambios importantes como consecuencia de la necesidad de más información. Estos cambios se producirán en un horizonte de entre dos y cinco años, y vendrán propiciados por la implantación de una regulación internacional o comunitaria, provocada por los requerimientos de los agentes del mercado internacional. Asimismo, se espera un cambio en el enfoque de la información, que pasará a centrarse especialmente en los sistemas de control y gestión de riesgos, ya que lo importante no son los riesgos a los que se enfrenta la compañía, que pueden ser muchos y variados, sino su capacidad para gestionarlos.

También coinciden al considerar que estos requerimientos de más información se pondrán de manifiesto de diversas formas; así, las empresas que no informen adecuadamente se verán afectadas en las recomendaciones realizadas por los analistas y en su valoración crediticia; en las reuniones entre analistas y directivos se suscitarán más preguntas relativas a riesgos; los proxy advisors incluirán el grado de transparencia en riesgos entre las directrices que utilizan para elaborar recomendaciones de voto; y la calidad de la información sobre riesgos será un factor a tener en cuenta para realizar inversiones responsables (Environment, Social and Governance). Sin embargo, no se espera que clientes y proveedores demanden esta información para tomar decisiones de adjudicar y participar respectivamente en licitaciones de contratos.

Por último, en relación al grado de preparación de las compañías para este nuevo escenario, nuestros expertos coinciden en afirmar que no es realista esperar el mismo nivel de cumplimiento entre empresas con alta visibilidad y disponibilidad de recursos frente a otras más pequeñas con recursos más limitados, y aunque la mayoría de las compañías tienen una función de control y gestión de riesgos dentro de la organización, clave para la gestión de esta información, en muchos casos, esta función es solo nominal y les queda mucho camino por recorrer.

Objetivo 4: Desarrollar recomendaciones para que el nivel divulgativo en materia de riesgos de las empresas cotizadas españolas se adapten al previsible futuro escenario de mayor exigencia de información.

Objetivo 4.1: Desarrollar recomendaciones para la implantación de nuevas directrices regulatorias sobre la divulgación de información sobre riesgos, sobre el contenido de los informes obligatorios, y sobre la ubicación de la información en estos últimos.

Nuestro grupo de expertos ha validado las siguientes recomendaciones:

Es necesario un cambio legislativo en esta materia. El regulador debe desarrollar directrices de obligado cumplimiento que propicien una mayor claridad y homogeneidad en la información sobre riesgos publicada por las compañías. Asimismo, todos los colectivos coinciden en afirmar que, en su camino para implantar directrices más claras y completas, que lleven a una mejora de la información sobre riesgos, el regulador debería desarrollarlas en primer lugar como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, para incorporarlas más tarde a la legislación española. Sin embargo, también es importante mencionar que un exceso de regulación podría alentar las actitudes de mero cumplimiento, reduciendo la divulgación a un ejercicio burocrático y privando de todo interés a dicha información.

La legislación española, o el regulador, deberían proporcionar un marco de referencia para los sistemas de control y gestión de las compañías, bien COSO II, ISO 31000 u otro, ya que de este modo las compañías tendrían directrices sobre qué información hay que incluir en cada sección, y además serviría de base para una divulgación de información homogénea y comparable entre compañías. Además, la certificación de los Sistemas de Gestión y Control de Riesgos en base a una norma/estándar, mejoraría la calidad de la información que las compañías proporcionan sobre esta materia, aunque siempre existe el riesgo de que el fin último de la certificación sea la propia certificación en vez del uso adecuado del sistema.

Los elementos del Sistema de Control y Gestión de Riesgos que deberían estar descritos en los informes obligatorios publicados por las compañías cotizadas españolas, son, por orden de importancia:

1. Política general de control y gestión de riesgos de la compañía
2. Órganos de la compañía responsables de su supervisión
3. Mecanismos de control y tratamiento de cada tipo de riesgo
4. Criterios para evaluar la importancia de cada tipo de riesgos
5. Nuevos riesgos que hayan aparecido durante el ejercicio y cómo se ha incorporado al sistema de gestión de los mismos
6. Tipos de riesgos incluidos en el sistema
7. Alcance del sistema de control y gestión de riesgos
8. Otras políticas específicas de control y gestión de riesgos

Con objeto de conseguir que la información sobre riesgos fuese más clara, homogénea y comparable, el regulador debería proporcionar una guía para la clasificación de riesgos de las compañías, y éstas deberían utilizarlas obligatoriamente en sus categorizaciones y descripciones de riesgos. Asimismo, debería establecer directrices específicas que incluyesen la obligación de informar sobre diferentes tipos de riesgos, más allá de los riesgos financieros.

El regulador debería desarrollar una directriz por la que las siguientes cuestiones tendrían que incluirse obligatoriamente en la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía.

- Riesgos específicos de la compañía, relevantes en la actualidad y en un futuro próximo
- Priorización de los principales riesgos, explicando las razones de dicha priorización
- Mecanismos de control y tratamiento de los principales riesgos
- Estrategias de mitigación en caso de materialización de los principales riesgos
- Probabilidad de ocurrencia de los principales riesgos descritos
- Impacto económico potencial de los principales riesgos
- Niveles de riesgos aceptados

Adicionalmente, el impacto económico y los mecanismos de mitigación aplicados a los riesgos materializados en el ejercicio deberían acompañar, también obligatoriamente, a la información relativa a estos últimos.

En relación a la ubicación de la información en los informes obligatorios, podemos afirmar que es importante disponer de una visión de conjunto de todos los riesgos de la compañía, y por

tanto, todos deben aparecer en el mismo informe, independientemente del tipo de riesgo de que se trate. Por otra parte, se valora positivamente la posibilidad de disponer de un nuevo informe obligatorio, específico para información relativa a riesgos, aunque no podemos decir que esta alternativa sea aceptada mayoritariamente como la más adecuada, lo que nos abre una vía para futuras investigaciones.

Objetivo 4.2: Desarrollar recomendaciones para establecer un marco de supervisión de las compañías cotizadas que garantice un nivel de divulgación de información sobre riesgos adecuado en calidad y cantidad.

En este sentido, hemos analizado con nuestro grupo de expertos posibles recomendaciones en cuatro áreas: la primera, en relación a la Comisión del Consejo de Administración que debe ser la encargada de supervisar los diferentes tipos de riesgos a los que se enfrenta la compañía; la segunda, en relación al compromiso de los equipos directivos en esta materia; la tercera, en relación al papel del regulador en el control de la calidad y cantidad de información sobre riesgos; y la última, en relación al papel del Auditor Externo.

Nuestro grupo de expertos considera que la asignación de la supervisión de los diferentes tipos de riesgos a una Comisión u otra del Consejo de Administración, puede marcar una diferencia significativa en la cantidad y calidad de la información divulgada al exterior. Además, a diferencia de las recomendaciones 53 y 54 del actual Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015, que proponen situar la supervisión de los riesgos no financieros bajo el ámbito de la responsabilidad social corporativa, recomiendan que esta responsabilidad esté asignada a una sola comisión del Consejo, quien estaría encargada de supervisar todos los tipos de riesgos, y que ésta, preferentemente, debe ser la Comisión de Auditoría y Control.

En relación al papel del regulador en un escenario de mayor exigencia de información sobre riesgos, nuestro grupo de expertos recomienda que el regulador controle el grado de cumplimiento de cada compañía en esta materia, incluyéndolo en sus informes anuales de gobierno corporativo, del mismo modo que hoy en día hace con otras cuestiones de gobierno corporativo, o con el seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno.

Sin embargo, no hemos conseguido alcanzar un acuerdo en relación a cómo mejorar el compromiso de los equipos directivos ni sobre cuál debe ser el papel del Auditor Externo, lo cual nos abre caminos para futuras investigaciones.

Como hemos mencionado anteriormente, los equipos directivos tienen un papel fundamental en la divulgación de información sobre riesgos, pero su nivel de implicación actual no es el

adecuado. Nuestros expertos consideran que tratar de que este colectivo mejore su compromiso con este tema no es sencillo, aunque aportan algunas sugerencias tales como que las exigencias normativas afecten no solo a los miembros de los Consejos de Administración, sino también a los equipos gestores, o que la contratación o financiación pública incluya también requerimientos de este tipo de información.

En relación al papel del Auditor Externo tampoco hemos alcanzado un nivel de consenso aceptable. Se acepta la posibilidad de que el Auditor Externo audite el Sistema de Control y Gestión de Riesgos, pero solo en el caso de que exista una norma/estándar o marco de referencia con qué comparar; sin embargo, no está claro cuál debe ser el alcance de dicha revisión. Asimismo, se valora la posibilidad de que exista algún tipo de auditoría externa sobre la información relativa a los riesgos, pero tampoco hay acuerdo sobre si, además de verificar que los informes obligatorios contienen la información requerida en materia de riesgos, debería hacer una valoración de la misma.

9 Futuras líneas de investigación

Aun cuando ya se han adelantado los posibles caminos para futuras investigaciones, a continuación se describen, con más detalle, las tres líneas de investigación que, a nuestro juicio, convendría seguir en el futuro:

Ubicación de la información sobre riesgos en los informes obligatorios: Como ya hemos indicado, actualmente la información sobre riesgos debe incluirse en diversos informes obligatorios, especialmente en el informe de gestión (en su apartado D. Principales Riesgos e Incertidumbres), y en el informe anual de gobierno corporativo (en su apartado E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos); adicionalmente, el informe anual de gobierno corporativo debe formar parte del informe de gestión. Teniendo ésto en cuenta, sería interesante desarrollar unas directrices relativas a la ubicación de información en informes obligatorios que evitasen duplicidades y redujesen el volumen de los informes de gestión. En esta línea, sería también interesante profundizar en la posibilidad, surgida de nuestro grupo de expertos, de desarrollar un nuevo informe obligatorio que recogiese, en un único lugar y exclusivamente, toda la información referente a los riesgos de las compañías y sus sistemas para gestionarlos.

Visión de los equipos directivos sobre la divulgación de información relativa a riesgos. Nuestro estudio recoge la opinión de los Directores de Auditoría Interna como representantes de la opinión de las compañías cotizadas españolas. Sin embargo, debido a la naturaleza de sus responsabilidades, podríamos pensar que este colectivo está especialmente sensibilizado con la materia, y que sus opiniones no representan al resto de directivos de la compañía. Por otra parte, como hemos visto, el nivel de compromiso del equipo directivo es uno de los factores que determinan más intensamente el nivel divulgativo de la compañía, y su actitud respecto a este tema influye decisivamente en la calidad y cantidad de la información suministrada. Por todo ello, consideramos importante conocer la opinión específica de este colectivo, y entendemos que una futura línea de investigación debería ir encaminada a recoger las opiniones sobre esta materia entre las personas que ocupan el C-Level de las compañías cotizadas españolas. Una mejor comprensión de la perspectiva de los equipos directivos será fundamental para desarrollar medidas que incrementen el nivel de compromiso de este colectivo con este asunto.

El papel del Auditor Externo. La Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, que entró en vigor el 17 de junio de 2016, en su artículo 5. Informe de auditoría de cuentas anuales, otorga ciertas responsabilidades al Auditor Externo en la divulgación de información sobre riesgos. Sin embargo, esta responsabilidad no está relacionada con los riesgos de negocio de la

compañía, objeto de esta tesis, sino con los relativos a las posibles incorrecciones de los estados financieros. Este artículo 5, establece, en su apartado c) que *“se describirán los riesgos considerados más significativos de la existencia de incorrecciones materiales, incluidas las debidas a fraude, un resumen de las respuestas del auditor a dichos riesgos y, en su caso, de las observaciones esenciales derivadas de los mencionados riesgos”*. Asimismo, este artículo 5, establece también, en su apartado f), una responsabilidad al Auditor en la revisión del informe de gestión y en su adecuación a la normativa aplicable, indicando expresamente: *“Asimismo, se incluirá una opinión sobre si el contenido y presentación de dicho informe de gestión es conforme con lo requerido por la normativa que resulte de aplicación, y se indicarán, en su caso, las incorrecciones materiales que se hubiesen detectado a este respecto”*.

Por lo tanto, del mismo modo que se cuestiona la idoneidad de que el Auditor Externo audite los Sistemas de Control Interno de la Información Financiera, consideramos interesante explorar cuál podría ser el papel del Auditor Externo en relación a la revisión de los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos de las compañías, y al cumplimiento de la normativa aplicable en relación a la divulgación de información sobre riesgos.

Bibliografía

- Abdullah, M., Abdul Shukor, Z., Mohamed, Z.M. & Ahmad, A. 2015, "Risk management disclosure", *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 16, no. 3, pp. 400-432.
- Aboody, D. & Kasznik, R. 2000, "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, no. 1, pp. 73-100.
- Abraham, S. & Cox, P. 2007, "Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports", *The British Accounting Review*, vol. 39, no. 3, pp. 227-248.
- Abraham, S., Marston, C. & Darby, P. 2012, *Risk Reporting: Clarity, Relevance and Location*, Edinburg: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Adelson, M. 2013, "The deeper causes of the financial crisis: Mortgages alone cannot explain it", *Journal of Portfolio Management*, vol. 39.3, pp. 11,16-31.
- Ahn, T.S. & Lee, J. 2004, "Determinants of voluntary disclosures in management discussion and analysis (MD&A): Korean evidence", *16th Asian Pacific Conference on International Accounting Issues*, Seoul, November 7-10, 2004. Disponible en <http://gebrc.nccu.edu.tw/proceedings/APDSI/2004/pdf/014.pdf> [2016].
- AIRMIC 2013, *Risk Reporting. Review of risk reporting by selected FTSE350 companies and commentary on the relevance and benefits of detailed risk disclosure. Report 2013*. Disponible en <https://www.airmic.com/technical/library/risk-reporting> [2016].
- Ali, M. 2005, "Corporate risk reporting practices in annual reports of Japanese companies", *Journal of Japanese Association for Accounting Studies*, vol. 2005, pp. 113-133.
- Amran, A., Abdul Manaf, R.B. & Bin Che Haat, M.H. 2008, "Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports", *Managerial Auditing Journal*, vol. 24, no. 1, pp. 39-57.
- Anderson, D.H. 1993, "Using the Delphi process to identify significant recreation research-based innovations", *Journal of Park and Recreation Administration*, vol. 11, no. 1, pp. 25-36.
- Arena, M., Arnaboldi, M. & Azzone, G. 2010, "The organizational dynamics of Enterprise Risk Management", *Accounting, Organizations and Society*, vol. 35, no. 7, pp. 659-675.

- Association of Chartered Certified Accountants 2014, *Reporting Risks*. Disponible en <http://www.accaglobal.com/us/en/technical-activities/technical-resources-search/2014/december/risk-reporting.html> [2016]
- Astigarraga, E. 2003, *El método Delphi*, San Sebastian: Universidad de Deusto.
- Australian Securities Exchange - Corporate Governance Council 2014, *Corporate Governance Principles and Recommendations (the Third Edition)*. Disponible en <http://www.asx.com.au/regulation/corporate-governance-council.htm> [2016].
- Australian Securities Exchange - Corporate Governance Council 2010, *Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments*. Disponible en <http://www.asx.com.au/regulation/corporate-governance-council.htm> [2016].
- Australian Securities Exchange - Corporate Governance Council 2003, *Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*. Disponible en <http://www.asx.com.au/regulation/corporate-governance-council.htm> [2016].
- Australia. HIH Royal Commission 2003, *The HIH Royal Commission Final Report: The failure of HIH Insurance*, Canberra: Commonwealth of Australia.
- Baysinger, B. & Hoskisson, R.E. 1990, "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy", *The Academy of Management Review*, vol. 15, no. 1, pp. 72-87.
- Beretta, S. & Bozzolan, S. 2004, "A framework for the analysis of firm risk communication", *The International Journal of Accounting*, vol. 39, no. 3, pp. 265-288.
- Berger, T.B. & Gleißner, W. 2006, "Risk Reporting and Risks Reported: A Study on German HDAX-Listed Companies 2000 to 2005", *5th International Conference on Money, Investment & Risk*, Nottingham, November 1-3, 2006. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1662592> [2016].
- Blanco Dopico, M.I., Hernández Madrigal, M. & Aibar Guzmán, B. 2009, "El buen gobierno corporativo y los requerimientos informativos sobre los sistemas de control interno y riesgos: análisis de la regulación española y portuguesa en relación a otros referentes", *Tékhne-Revista de Estudios Politécnicos*, no. 12, pp. 75-97.
- Boatright, J.R. 2011, "La ética de la gestión de riesgos: una perspectiva poscrisis" en *Valores y ética para el siglo XXI*, Madrid: BBVA, pp. 509-533.

- Bolsa de Madrid 2017, *Lista de Empresas Cotizadas*. Disponible en <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/Empresas.aspx> [2017, 09/01].
- Briones, G. 1990, *Métodos y técnicas de investigación para las ciencias sociales*, 2ª ed., México D.F.: Trillas.
- Bromiley, P., McShane, M.K., Nair, A. & Rustambekov, E. 2014, "Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions", *Long Range Planning*, vol. 48, no. 4, pp. 265-276.
- Buchanan, L. 2004, "Breakthrough Ideas for 2004: 19. Watch Your Back", *Harvard Business Review*, February 2004, pp. 13-42.
- Buckby, S., Gallery, G. & Ma, J. 2015, "An analysis of risk management disclosures: Australian evidence", *Managerial Auditing Journal*, vol. 30, no. 8, pp. 812-869.
- Bushman, R.M., Piotroski, J.D. & Smith, A.J. 2004, "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, vol. 42, no. 2, pp. 207-252.
- Bushman, R.M. & Smith, A.J., 2003, "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance", *Economic Policy Review*, vol. 9, no. 1, pp. 65-87.
- Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2009, "Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición", *Innovar*, vol. 19, no. 34, pp. 121-134.
- Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2014, "Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case", *Contaduría y Administración*, vol. 59, no. 4, pp. 105-135.
- Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2004, "The disclosure of risk in financial statements", *Accounting Forum*, vol. 28, no. 2, pp. 181-200.
- Cadbury Committee 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Disponible en <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code/history-of-the-uk-corporate-governance-code> [2016].
- Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, H. & Steele, L.B. 2010, "The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings", *Review of Accounting Studies*, vol. 19, no. 1, pp. 396-455.

- Campbell, D., Shrives, P. & Bohmbach-Saager, H. 2001, "Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and To Whom?", *Business and Society Review*, vol. 106, no. 1, pp. 65-87.
- Campos Climent, V., Melián Navarro, A. & Sanchís Palacio, J.R. 2014, "El método Delphi como técnica de diagnóstico estratégico. Estudio empírico aplicado a las empresas de inserción en España", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 23, no. 2, pp. 72-81.
- Campoy Aranda, T.J. & Gomes Araújo, E. 2015, "Técnicas e instrumentos cualitativos de recogida de datos" en *Manual básico para la realización de tesinas, tesis y trabajos de investigación*, Madrid: EOS, pp. 273-300.
- Canadian Institute of Chartered Accountants 2012, *Guidance on Improved MD&A Risk Reporting. A Review of Advanced Practices in the Management's Discussion and Analysis of Annual Reports*. Disponible en http://www.snwebcastcenter.com/data/2643/support_doc/Risk_EN.pdf [2016].
- Canals, J. 2010, "La mejora del gobierno corporativo: algunas reflexiones desde la crisis financiera", *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 10, pp. 11-33.
- Cantrill, J.A., Sibbald, B. & Buetow, S. 1996, "The Delphi and nominal group techniques in health services research", *International Journal of Pharmacy Practice*, vol. 4, no. 2, pp. 67-74.
- Carnegie, G.D. & O'Connell, B.T. 2011, "Accounting Scandals in Australia since the Late 1980s" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 135-161.
- Charlton, J.R., Patrick, D.L., Matthews, G. & West, P.A. 1981, "Spending priorities in Kent: a Delphi study", *Journal of epidemiology and community health*, vol. 35, no. 4, pp. 288-292.
- Chen, W., Chung, H., Lee, C. & Liao, W., 2007, "Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, no. 4, pp. 644-660.
- Clark, R.C. 2006, "Los cambios en el Gobierno Corporativo tras la Sarbanes-Oxley Act: una historia con moraleja también para el legislador " en *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales (II Seminario Harvard - Complutense de Derecho Mercantil)*, Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, pp. 13-60.

Bibliografía

- Cole, C.J. & Jones, C.L. 2005, "Management Discussion and Analysis: A Review and Implications for Future Research", *Journal of Accounting Literature*, vol. 24, pp. 135-174.
- Comisión Aldama 2003, *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados financieros y en las sociedades cotizadas*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> [2015].
- Comisión de Asuntos Jurídicos del Parlamento Europeo 2013, *Informe sobre responsabilidad social de las empresas: comportamiento responsable y transparente de las empresas y crecimiento sostenible*. Disponible en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2013-0017&format=XML&language=ES> [2015].
- Comisión Nacional del Mercado de Valores 2015, *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> [2015].
- Comisión Nacional del Mercado de Valores 2013, *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=29> [2015].
- Comisión Nacional del Mercado de Valores 2013, *Versión actualizada del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> [2015].
- Comisión Nacional del Mercado de Valores 2006, *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> [2015].
- Comisión Olivencia 1998, *Informe de la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> [2015].
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004 *Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Marco revisado*, Banco de Pagos Internacionales. Disponible en <https://www.bis.org/publ/bcbs107esp.pdf> [2016].
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2016, 2016-last update, *COSO - About Us*. Disponible en <http://www.coso.org> [2016, 01/18].

Bibliografía

- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004, *Enterprise Risk Management - Integrated Framework*. Disponible en <https://www.coso.org/Pages/guidance.aspx> [2016].
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2017, *Enterprise Risk Management - Integrating with Strategy and Performance*, Disponible en <https://www.coso.org/Pages/guidance.aspx> [2017].
- Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas, 2011, *Transparencia, Comunicación y Standards de los Informes y Memorias de Sostenibilidad*. Disponible en <http://www.observatorio-rse.org.es/sitio/erse.aspx> [2015].
- Cooke, T.E. 1989, "Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies", *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 1, no. 2, pp. 171-195.
- Dalkey, N. 1972, "The Delphi method: An experimental study of group opinion" in Dalkey, N., Rourke, D.I., Lewis, R. & Snyder, D. eds. *Studies in the quality of life: Delphi and decision-making*, Lexington, MA: Lexington Books, pp. 13-54.
- Dalkey, N. & Helmer, O. 1963, "An Experimental Application of the Delphi Method to the Use of Experts", *Management Science*, vol. 9, no. 3, pp. 458-467.
- Dankhe, G.L. 1989, "Investigación y comunicación" en Fernández-Collado, C. & Dankhe G.L. eds. *La comunicación humana: ciencia social*, México D.F.: McGraw-Hill, pp. 385-454.
- Delbecq, A.L., Van de Ven, A.H. & Gustafson, D.H. 1975, *Group techniques for program planning: A guide to nominal group and Delphi processes*, Glenview, IL: Scott Foresman.
- Deloitte 2014, *Guía Rápida IFRS - 2014*, Disponible en <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pe/Documents/audit/ifrs/guia-rapida-ifrs-2014.pdf>. [2016].
- Deloitte 2015, *Compliance Risk Assessment. The third ingredient in a world-class ethics and compliance program*, Disponible en <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/risk/articles/compliance-risk-assessments-the-third-ingredient-in-a-world-class-ethics-and-compliance-program.html> [2016].
- Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E. 1991, "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 4, pp. 1325-1359.

- Díaz de Rada, V. 2012, "Ventajas e inconvenientes de la encuesta por internet", *Papers.Revista de Sociología*, vol. 97, no. 1, pp. 193-223.
- Dickinson, G. 2001, "Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation", *Geneva Papers on Risk & Insurance*, vol. 26, no. 3, pp. 360-366.
- Dionne, G. 2013, "Risk Management: History, Definition and Critique", *Risk Management and Insurance Review*, vol. 16 (2), pp. 147-166.
- Dobler, M., Lajili, K. & Zéghal, D. 2011, "Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector", *Journal of International Accounting Research*, vol. 10, no. 2, pp. 1-22.
- Dobler, M. 2008, "Incentives for risk reporting — A discretionary disclosure and cheap talk approach", *The International Journal of Accounting*, vol. 43, no. 2, pp. 184-206.
- Dowling, J. & Pfeffer, J. 1975, "Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior", *The Pacific Sociological Review*, vol. 18, no. 1, pp. 122-136.
- Drew, S.A.W. & Kendrick, T. 2005, "Risk Management: the five pillars of corporate governance", *Journal of General Management*, vol. 31, no. 2, pp. 19-36.
- Duffy, M. 2014, "Towards better disclosure of corporate risk: A look at risk disclosure in periodic reporting", *Adelaide Law Review*, vol. 35, no. 2, pp. 385-407.
- Dye, R.A. 2001, "An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, no. 1–3, pp. 181-235.
- Dye, R.A. 1985, "Disclosure of Nonproprietary Information", *Journal of Accounting Research*, vol. 23, no. 1, pp. 123-145.
- Elhazar, H. & Hussainey, K. 2012, "Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports", *The Journal of Risk Finance*, vol. 13, no. 2, pp. 133-147.
- Elshandidy, T., Fraser, I. & Hussainey, K. 2015, "What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US?", *The British Accounting Review*, vol. 47, no. 4, pp. 376-394.
- Elshandidy, T., Fraser, I. & Hussainey, K. 2013, "Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies", *International Review of Financial Analysis*, vol. 30, pp. 320-333.

- Elshandidy, T. & Neri, L. 2015, "Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 23, no. 4, pp. 331-356.
- Eng, L.L. & Mak, Y.T. 2003, "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, no. 4, pp. 325-345.
- España. *Circular 7/2015, de 22 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo 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, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.* Boletín Oficial del Estado, no. 312, 30 de diciembre de 2015, pp. 123501-123589, BOE-A-2015-14289.
- España. *Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.* Boletín Oficial del Estado, no. 150, 24 de junio de 2013, pp. 47103-47130. BOE-A-2013-6804.
- España. *Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo 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.* Boletín Oficial del Estado, no. 150, 24 de junio de 2013, pp. 47131-47245. BOE-A-2013-6805.
- España. *Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante.* Boletín Oficial del Estado, no. 273, 12 de noviembre de 2009, pp. 94931- 94934. BOE-A-2009-18005.
- España. *Circular 4/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las*

Bibliografía

- sociedades anónimas cotizadas*. Boletín Oficial del Estado, no. 12, 14 de enero de 2008, pp. 2486-2509. BOE-A-2008-592.
- España. *Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas*. Boletín Oficial del Estado, no. 76, 29 de marzo de 2004, pp. 13300-13322. BOE-A-2004-5605.
- España. *Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*, Boletín Oficial del Estado, no. 293, 4 de diciembre de 2014, pp. 99793-99826. BOE-A-2014-12589.
- España. *Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible*, Boletín Oficial del Estado, no. 55, 5 de marzo de 2011, pp. 25033-25235. BOE-A-2011-4117.
- España. *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 el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria*, Boletín Oficial del Estado, no. 159, 1 de julio de 2010, pp. 57586-57625. BOE-A-2010-10421.
- España. *Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social*, Boletín Oficial del Estado, no. 313, 31 de diciembre de 2003, pp. 46874-46992. BOE-A-2003-23936.
- España. *Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Boletín Oficial del Estado, no. 171, 18 de julio de 2003, pp. 28046-28052. BOE-A-2003-14405.
- España. *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Boletín Oficial del Estado, no. 281, 23 de noviembre de 2002, pp. 41273- 41331. BOE-A-2002-22807.
- España. *Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la comunidad Económica Europea (CEE) en materia de Sociedades*,

Bibliografía

- Boletín Oficial del Estado, no. 178, 27 de julio de 1989, pp. 24085-24110. BOE-A-1989-17832.
- España. *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, Boletín Oficial del Estado, no. 181, 29 de julio de 1988, pp. 23405-23425. BOE-A-1988-18764.
- España. *Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas*, Boletín Oficial del Estado, no. 199, 18 de julio de 1951, pp. 3355-3374. BOE-A-1951-7800.
- España. *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*, Boletín Oficial del Estado, no. 71, 23 de marzo de 2013, pp. 22957-22976. BOE-A-2013-3212.
- España. *Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades*, Boletín Oficial del Estado, no. 7, 8 de enero de 2004, pp. 389-393. BOE-A-2004-318.
- España. *Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante*, Boletín Oficial del Estado, no. 133, 2 de junio de 2009, pp. 46260-46264. BOE-A-2009-9109.
- España. *Orden ESS/1554/2016, de 29 de septiembre, por la que se regula el procedimiento para el registro y publicación de las memorias de responsabilidad social y de sostenibilidad de las empresas, organizaciones y administraciones públicas*, Boletín Oficial del Estado, no. 238, 1 de octubre de 2016, pp. 70263-70270. BOE-A-2016-8964.
- España. *Orden JUS/319/2018, de 21 de marzo, por la que se aprueban los nuevos modelos para la presentación en el Registro Mercantil de las cuentas anuales de los sujetos obligados a su publicación*, Boletín Oficial del Estado, no. 75, 27 de marzo de 2018, pp. 33077-33331. BOE-A-2018-4243.
- España. *Orden JUS/206/2009, de 28 de enero, por la que se aprueban nuevos modelos para la presentación en el Registro Mercantil de las cuentas anuales de los sujetos obligados a su publicación*, Boletín Oficial del Estado, no. 35, 10 de febrero de 2009, pp. 13912-14186. BOE-A-2009-2276.

- España. *Real Decreto-Ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad*, Boletín Oficial del Estado, no. 287, 25 de noviembre de 2017, pp. 114344-114352. BOE-A-2017-13643.
- España. *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*, Boletín Oficial del Estado, no. 255, 24 de octubre de 2015, pp. 100356-100541. BOE-A-2015-11435.
- España. *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, Boletín Oficial del Estado, no. 161, 3 de julio de 2010, pp. 58472-58594. BOE-A-2010-10544.
- España. *Real Decreto 221/2008, de 15 de febrero, por el que se crea y regula el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas*, Boletín Oficial del Estado, no. 52, 29 de febrero de 2008, pp. 12373-12376. BOE-A-2008-3868.
- España. *Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad*, Boletín Oficial del Estado, no. 278, 20 de noviembre de 2007, pp. 47402-47407. BOE-A-2007-19884.
- España. *Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio*, Boletín Oficial del Estado, no. 289, 16 de octubre de 1885, pp. 169-170. BOE-A-1885-6627.
- European Commission 2014, *Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups - Frequently asked questions*. Disponible en [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-301_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm) [2016].
- Evans, C. 1997, "The use of consensus methods and expert panels in pharmacoeconomic studies: Practical applications and methodological shortcomings", *PharmacoEconomics*, vol. 12, no. 2, pp. 121-129.
- Fabrikant, G. & Romero, S. 2002, "How Executives Prospered as Global Crossing Collapsed", *The New York Times*, February 11, 2002, Disponible en <http://www.nytimes.com/2002/02/11/business/how-executives-prospered-as-global-crossing-collapsed.html> [2015].
- Feng, J. 2005, "Kelon Comes Tumbling Down", *Beijing Review*, vol 48, nº 40, October 6, 2005, Disponible en <http://www.bjreview.cn/EN/En-2005/05-40-e/bus-3.htm> [2015].

- Fernández de Araoz, A. 2006, "Reflexiones acerca del papel de los controles externos sobre el gobierno corporativo de la sociedad cotizada y el derecho preventivo de las crisis empresariales" en *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales (II Seminario Harvard - Complutense de Derecho Mercantil)*, Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, pp. 61-156.
- Filzen, J.J. 2011, *The information content of risk factor disclosures in quarterly reports*, Doctoral Thesis, University of Oregon.
- Financial Accounting Standards Board 2001, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Disponible en <http://www.fasb.org/brrp/brrp2.shtml> [2016].
- Financial Crisis Inquiry Commission 2011, *The Financial Crisis Inquiry Report*. Disponible en <http://fcic.law.stanford.edu/> [2015].
- Financial Reporting Council 2014, *Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting*. Disponible en <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code/frc-guidance-for-boards-and-board-committees> [2016].
- Financial Reporting Council 2014, *The UK Corporate Governance Code*. Disponible en <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code/history-of-the-uk-corporate-governance-code> [2016].
- Financial Reporting Council 2010, *The UK Corporate Governance Code*. Disponible en <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code/history-of-the-uk-corporate-governance-code> [2016].
- Financial Reporting Council 2009, *Rising to the challenge. A review of Narrative Reporting by UK Listed companies in 2008-2009*. Disponible en <https://www.iasplus.com/en/binary/uk/0910narrativereporting.pdf> [2016].
- Financial Reporting Council 2005, *Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code*. Disponible en <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code/history-of-the-uk-corporate-governance-code> [2016].

- Financial Stability Forum 2002, *Financial Stability Forum reviews vulnerabilities and efforts to strengthen the international financial system*. Disponible en http://www.fsb.org/2002/09/?content_type=press [2015].
- Flores, J., Gómez, G.R. & Jiménez, E.G. 1999, *Metodología de la investigación cualitativa*, Málaga: Aljibe.
- Fox, J., Murray, C. & Warm, A. 2003, "Conducting research using web-based questionnaires: Practical, methodological, and ethical considerations", *International Journal of Social Research Methodology*, vol. 6, no. 2, pp. 167-180.
- Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A.C., Parmar, B.L. & de Colle, S. 2010, *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman, M. 2002, *Capitalism and freedom, Fortieth anniversary edition*, Chicago and London: University of Chicago Press.
- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I.M. & Rodríguez Domínguez, L. 2008, "Voluntary and compulsory information disclosed online: The effect of industry concentration and other explanatory factors", *Online Information Review*, vol. 32, no. 5, pp. 596 - 622.
- García Jiménez, M.V. 2002, *Métodos y diseños de investigación científica: ciencias humanas, sociales y de la salud*, Barcelona: Universidad de Barcelona.
- Global Reporting Initiative 2015, *About Sustainability Reporting*. Disponible en <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting> [2015, 07/24].
- Global Reporting Initiative 2013, *G4 Sustainability Reporting Guidelines*. Disponible en <https://www.globalreporting.org/information/g4/Pages/default.aspx> [2015].
- Gobierno del Reino de España 2013, *Programa Nacional de Reformas de España 2013*. Disponible en <http://www.minhfp.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/EstrategiaPoliticaFiscal/ProgramaNacionalReformas.aspx> [2015].
- Gómez-Luna, E., Fernando-Navas, D., Aponte-Mayor, G. & Betancourt-Buitrago, L.A. 2014, "Metodología para la revisión bibliográfica y la gestión de información de temas científicos, a través de su estructuración y sistematización", *DYNA: revista de la Facultad de Minas. Universidad Nacional de Colombia. Sede Medellín*, vol. 81, no. 184, pp. 158-163.
- González Pino, L. 1992, *La memoria y el informe de gestión de la empresa*. Madrid: Ediciones Analíticas Europeas.

- Graco, G. 2012, "The management's reaction to new mandatory risk disclosure", *Corporate Communications: An International Journal*, vol. 17, no. 2, pp. 113-137.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S., 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, no. 1-3, pp. 3-73.
- Groenland, J., Daals, R. & von Eije, J. 2006, "De Tabaksblat risicoparagraaf in Nederlandse jaarverslagen: een eerste analyse van inhoud en effect", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 1, pp. 21-26.
- Gupta, U.G. & Clarke, R.E. 1996, "Theory and applications of the Delphi technique: A bibliography (1975–1994)", *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 53, no. 2, pp. 185-211.
- Hampel Committee 1998, *Committee on Corporate Governance - Final Report (Combined Code)*. Disponible en <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf> [2016].
- Hassan, M.K. 2009, "UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure", *Managerial Auditing Journal*, vol. 24, no. 7, pp. 668-687.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. 2003, "The Fall of Enron", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 15, no. 2, pp. 3-26.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. 2001, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 405–440.
- Heras, I., Cilleruelo, E. & Iradi, J. 2008, "ISO 9001 and residential homes for the elderly: a Delphi study", *Managing Service Quality*, vol. 18, no. 3, pp. 272-288.
- Hernández Madrigal, M. 2011, *Transparencia informativa y códigos de buen gobierno versus auditoría interna e indicadores de gestión: la divulgación al exterior de información sobre riesgos y control interno*, Tesis Doctoral, Universidad de Cantabria.
- Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2012, "The influence of mandatory requirements on risk disclosure practices in Spain", *International Journal of Disclosure & Governance*, vol. 9, no. 1, pp. 78-99.
- Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2011, "La comunicación del riesgo al exterior: Una evaluación de las actuales prácticas corporativas de las empresas españolas cotizadas", *XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e*

Bibliografía

- Informática*, Mexico D.F., 5-7 octubre 2011. Disponible en <http://132.248.164.227/congreso/docs/xvi/docs/10J.pdf> [2016].
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C. & Baptista Lucio, P. 2003, *Metodología de la investigación*, 3ª edn, México D.F.: McGraw-Hill.
- Hillson, D. 2007, "Surveying the Risk Management Universe—Where Are We Now?" in Hillson, D. ed. *The Risk Management Universe: A Guided Tour*, London: The British Standards Institution, pp. 1-9.
- Hsu, C.-C. & Sandford, B.A. 2007, "The Delphi Technique: Making Sense of Consensus", *Practical Assessment, Research & Evaluation*, vol. 12, no. 10, pp. 1-8.
- IFRS Foundation & IASB 2016, *Analysis of the IFRS jurisdiction profiles*. Disponible en <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Analysis-of-the-IFRS-jurisdictional-profiles.aspx> [2016, 04/20].
- Ilieva, J., Baron, S. & Healey, N.M. 2002, "Online surveys in marketing research: Pros and cons", *International Journal of Market Research*, vol. 44, no. 3, pp. 361-376.
- Illueca Muñoz, M. 2010, "REPO 105: Anatomía e implicaciones de un escándalo contable", *Gestión - Revista de Economía*, vol. 50, pp. 11-13.
- Information Systems Audit and Control Association 2009, *The Risk IT Framework Excerpt*, Disponible en <http://www.isaca.org/knowledge-center/risk-it-it-risk-management/pages/default.aspx> [2016].
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales 2011, *Reporting Business Risks: Meeting Expectations*. Disponible en <http://www.icaew.com/en/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/ifbm-reports/reporting-business-risks-meeting-expectations> [2016].
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales 1999, *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*. Disponible en <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf> [2016].
- Institute of Risk Management (IRM), The Association of Insurance and Risk Manager (AIRMIC) & The Public Risk Management Association (Alarm) 2002, *A Risk Management Standard*. Disponible en <https://www.theirm.org/knowledge-and-resources/risk-management-standards/irms-risk-management-standard/> [2016].

Bibliografía

- Instituto de Auditores Internos de España 2017, *Valor de Auditoría Interna*. Disponible en <https://auditoresinternos.es/> [2017, 01/09].
- International Corporate Governance Network 2015, *Guidance on Corporate Risk Oversight*. Disponible en <https://www.icgn.org/policy/committees/corporate-risk-oversight> [2016].
- International Integrated Reporting Council 2016, *The IIRC*. Disponible en <http://integratedreporting.org/> [2016, 05/31].
- International Integrated Reporting Council 2013, *El marco internacional <IR>*. Disponible en <http://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/> [2016]
- International Organization for Standardization 2014, *Strategic Business Plan ISO/TC 262 - Risk Management*. Disponible en <http://isotc.iso.org/livelink/livelink/fetch/2000/2122/687806/customview.html?func=ll&objId=687806&objAction=browse&sort=name> [2016].
- International Organization for Standardization 2009, *ISO 31000: 2009*. Disponible en <http://www.aenor.es/aenor/normas/normas/fichanorma.asp?tipo=N&codigo=N0045825#.Wh7cYWcHIU> [2016].
- Ismail, R. & Rahman, R.A. 2011, "Institutional Investors and Board of Directors' Monitoring Role on Risk Management Disclosure Level in Malaysia", *IUP Journal of Corporate Governance*, vol. 10, no. 2, pp. 37-61.
- Jaeger, J. 2012, "Many Struggling With Risk Disclosures", *Compliance Week*, vol. 9, no. 100, pp. 42-43,62.
- Jensen, M.C. 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831-880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Kaplan, R.S. & Mikes, A. 2012, Managing Risk: A New Framework, *Harvard Business Review*, June 2012, pp. 48-60.
- Kerlinger, F.N. 1973, *Foundations of behavioral science*, New York: Holt, Rinehart and Wilson.
- Kerlinger, F.N. 1986, *Foundations of behavioral research*, New York: CBS.

Bibliografía

- Kongprajya, C. 2010, *The study of corporate risk disclosure in the case of Thai listed companies*, Master of Arts Dissertation, The University of Nottingham.
- Korošec, B. & Horvat, R. 2005, "Risk reporting in corporate annual reports", *Economic and business review*, vol. 7, no. 3, pp. 217-237.
- KPMG 2014, *The KPMG Survey of Business Reporting - Better Business Reporting*. Disponible en <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2014/06/kpmg-survey-business-reporting.html> [2016].
- Lajili, K. 2009, "Corporate Risk Disclosure and Corporate Governance", *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 2, pp. 94-117.
- Landeta, J. 2006, "Current validity of the Delphi method in social sciences", *Technological Forecasting & Social Change*, vol. 73, pp. 467-482.
- Landeta, J. 1999, *El método Delphi: una técnica de previsión para el futuro*, Barcelona: Ariel.
- Lang, M., H. & Lundholm, R.J. 1996, "Corporate disclosure policy and analyst behaviour", *The Accounting Review*, vol. 71, no. 4, pp. 467-492.
- Langendijk, H. 2011, "Financial Accounting Scandals in the Netherlands" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 305-323.
- Lenz, H. 2011, "Accounting Scandals in Germany" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 185-210.
- Linsley, P.M. & Lawrence, M.J. 2007, "Risk reporting by the largest UK companies: readability and lack of obfuscation", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 20, no. 4, pp. 620-627.
- Linsley, P.M. & Shrives, P.J. 2006, "Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies", *The British Accounting Review*, vol. 38, pp. 387-404.
- Linsley, P.M. & Shrives, P.J. 2000, "Risk management and reporting risk in the UK", *Journal of Risk*, vol. 3, no. 1, pp. 115-129.
- Linstone, H.A. 1978, "The Delphi Technique" in Fowles, R.B. ed. *Handbook of Futures Research*, Westport, CT: Greenwood Press, pp. 622-649.

Bibliografía

- Linstone, H.A. & Turoff, M. 1975, *The Delphi method: Techniques and applications*, Reading, MA: Addison-Wesley.
- Lizcano Álvarez, J. 2013, "El valor de la transparencia en las instituciones públicas y las empresas", *Contabilidad y Dirección*, no. 16, pp. 109-128.
- Lopes, P. & Rodrigues, L.L. 2007, "Accounting for Financial Instruments: An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange", *The International Journal of Accounting*, vol. 42, no. 1, pp. 25-56.
- López Lubián, F.J. & García Estévez, P. 2010, *Cómo gestionar los riesgos corporativos*, Madrid: Wolters Kluwer.
- Losada López, J.L. & López-Feal Ramil, R. 2003, *Métodos de investigación en ciencias humanas y sociales*, Madrid: Thomson Editores.
- Ludwig, B.G. 1994, *Internationalizing Extension: An exploration of the characteristics evident in a state university Extension system that achieves internationalization*, Doctoral Thesis, The Ohio State University.
- Malla, F. & Zabala, I. 1978, "Previsión del futuro en la empresa: el método Delphi", *Estudios Empresariales*, no. 39, pp. 13-24.
- Martikainen, M., Kinnunen, J., Miihkinen, A. & Troberg, P. 2015, "Board's financial incentives, competence, and firm risk disclosure", *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 16, no. 3, pp. 333-358.
- Martínez Torre-Enciso, M.I. & Casares San José-Martí, M.I. 2011, "El proceso de gestión de riesgos como componente integral de la gestión empresarial", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 66, no. 202, pp. 73-93.
- Maxwell, J.A. 2012, *Qualitative research design: An interactive approach*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- McLean, B. & Elkind, P. 2003, *The smartest guys in the room*, New York: Portfolio, Penguin Group.
- Melis, A. 2011, "Creative Accounting and Accounting Scandals in Italy" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 253-277.

Bibliografía

- Mendizabal, N. 2006, "Los componentes del diseño flexible en la investigación cualitativa" en *Estrategias de investigación cualitativa*, Barcelona: Gedisa, pp. 65-105.
- Miihkinen, A. 2012, "What Drives Quality of Firm Risk Disclosure?: The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS", *The International Journal of Accounting*, vol. 47, no. 4, pp. 437-468.
- Moloney, L. & Pizzo, S. 2010, "Parmalat Founder Receives 18-Year Prison Sentence", *The Wall Street Journal*, December 10, 2010, Disponible en <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703766704576009454272081990> [2015].
- Mucchielli, A. 2001, *Diccionario de métodos cualitativos en ciencias humanas y sociales*, Madrid: Síntesis.
- Mullen, P.M. 2003, "Delphi: Myths and reality", *Journal of Health Organization and Management*, vol. 17, no. 1, pp. 37-52.
- Muzahem, A. 2011, *An empirical analysis on the practice and determinants of risk disclosure in an emerging capital market: the case of United Arab Emirates*, Doctoral Thesis, University of Portsmouth.
- Norris, F. 2007, "Tyco to Pay \$3 Billion to Settle Investor Lawsuits", *The New York Times*, May 16, 2007, Disponible en http://www.nytimes.com/2007/05/16/business/16tyco.html?_r=1 [2015].
- Oliveira, J. 2012, *Essays on risk reporting disclosures by Portuguese companies*, Tese de Doutoramento, Universidade do Minho.
- Olivencia Ruiz, M. 2012, "El gobierno Corporativo como instrumento al servicio del accionista minoritario", *Cuadernos de Derecho para Ingenieros*, no 10, pp. 49-62.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 2011, *Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales*. Disponible en <http://mneguidelines.oecd.org/text/> [2015].
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 2010, *Corporate Governance and the financial crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm> [2015].

Bibliografía

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 2009, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm> [2015].
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 2004, *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>; [2015].
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 2002, *OECD Council at Ministerial Level, 15-16 May 2002*. Disponible en <http://www.oecd.org/ctp/harmful/oecdCouncilatministeriallevel15-16may2002.htm> [2015].
- Ortega Mohedano, F. 2008, "El método Delphi", *Revista-Escuela de Administración de Negocios*, no. 64, pp. 31-54.
- Parmar, B.L., Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A.C., Purnell, L. & de Colle, S. 2010, "Stakeholder Theory: The State of the Art", *The Academy of Management Annals*, vol. 4, pp. 403-445.
- Pascual Camino, R. 2013, "Nuevos retos de la gerencia de riesgos: un modelo de clasificación de riesgos estratégicos", *Gerencia de Riesgos y Seguros*, vol. 116, pp. 36-46.
- Patton, M.Q. 1987, *How to use qualitative methods in evaluation*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Pavlo, W. 2012, "Former HealthSouth CEO, Richard Scrushy, Gets Prison Sentenced Reduced", *Forbes*, January 26, 2012, Disponible en <http://www.forbes.com/sites/walterpavlo/2012/01/26/former-healthsouth-ceo-richard-scrushy-gets-prison-sentenced-reduced/> [2015].
- Perramon Costa, J. 2013, "La transparencia: concepto, evolución y retos actuales", *Contabilidad y Dirección*, no. 16, pp. 11-28.
- Pill, J. 1971, "The Delphi method: substance, context, a critique and an annotated bibliography", *Socio-economic planning sciences*, vol. 5, no. 1, pp. 57-71.
- Presidencia del Consejo Europeo 2002, *Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Barcelona*, Barcelona. 15-16 marzo 2002. Disponible en <http://www.consilium.europa.eu/en/european-council/conclusions/1993-2003/> [2015].

- PricewaterhouseCoopers 2016, *Redefining business success in a changing world - CEO Survey*, Disponible en <https://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/2016/landing-page/pwc-19th-annual-global-ceo-survey.pdf> [2016].
- PricewaterhouseCoopers 2015, *Disclosure reform: What do investors think?*, Disponible en <https://www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute/publications/assets/pwc-investors-corporate-disclosure-reform.pdf> [2016].
- PricewaterhouseCoopers 2015, *En la senda de la integración Análisis del estado del reporting integrado en las empresas del IBEX 35*, Disponible en <http://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2015/pwc-reporting-integrado-ibex-2014.html> [2016].
- PricewaterhouseCoopers 2014, *Información Corporativa: ¿Qué quieren saber los inversores? Modelo de información integrada – Informes que aportan valor*, Disponible en <http://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2014/informacion-corporativa-que-quieren-saber-los-inversores.html> [2016].
- PricewaterhouseCoopers 2013, *Seven principles for effective risk disclosure*, Disponible en <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/publications/investor-view/pdf/pwc-seven-principles-for-risk-disclosure.pdf> [2016].
- Probohudono, A.N., Tower, G. & Rusmin Rusmin 2013, "Risk disclosure during the global financial crisis", *Social Responsibility Journal*, vol. 9, no. 1, pp. 124-137.
- Reverte Sánchez, J.A. 2015, *Divulgación de riesgos en empresas no financieras españolas*, Tesis Doctoral, Universitat Jaume I.
- Rimmel, G. & Jonäll, K. 2011, "Accounting Scandals in Sweden - A Long Tradition" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 359-377.
- Ripley, A. 2008, "Q&A: Whistle-Blower Cynthia Cooper", *Time*, February 4, 2008, Disponible en <http://content.time.com/time/arts/article/0,8599,1709695,00.html> [2015].
- Rivero Torre, P. 2005, "Responsabilidad social y gobierno corporativo: Información y transparencia", *RAE.Revista Asturiana de Economía*, no. 34, pp. 9-29.
- Rodríguez Bajón, S. 2012, "El concepto de riesgo regulatorio. Su origen jurisprudencial. Contenido, efectos y límites.", *Revista de Administración Pública*, vol. 188, pp. 189-205.

Bibliografía

- Rodríguez Domínguez, L. & Nogera Gámez, L.C. 2014, "Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies/Información corporativa de riesgos: pruebas de empresas españolas", *Revista de Contabilidad*, vol. 17, no. 2, pp. 116-129.
- Rodríguez López, M., Piñeiro Sánchez, C. & Llano Monelos, P.d. 2013, "Mapa de Riesgos: Identificación y Gestión de Riesgos", *Atlantic Review of Economics*, vol. 2. Disponible en <http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/eawp.asp?gsa=es&qsb=253&qsc=318&qsd=308> [2016].
- Rojas Soriano, R. 2014, *Guía para realizar investigaciones sociales (36ª. ed.)*, México D.F.: Plaza y Valdés, S.A.de C.V.
- Ross, S.A. 1973, "The economic theory of Agency: the principal's problem", *The American Economic Review*, vol. 63, no. 2, pp. 134-139.
- Ruiz Olabuénaga, J.I. & Ispizua Uribarri, M.A. 1989 "*La descodificación de la vida cotidiana: métodos de investigación cualitativa*", Bilbao: Universidad de Deusto.
- Rydbeck, O. & Tidstrom, G. 2003, *Investigation Report --Forsakringsaktiebolaget Skandia (Publ) - Executive Summary*, Disponible en <https://globenewswire.com/news-release/2003/12/01/303651/48977/en/Investigation-Report-Skandia-Otto-Rydbeck-Goran-Tidstrom.html> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2015, *The laws that govern the securities industry*. Disponible en <http://www.sec.gov/about/laws.shtml#sox2002> [2015, 10/13].
- Securities and Exchange Commission 2009, *SEC Final Rules. Release Nº 33-9089: Proxy Disclosure Enhancements*. Disponible en <http://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2009.shtml> [2016].
- Securities and Exchange Commission 2008, *SEC Settles Securities Fraud Case With El Paso Corporation, Its Subsidiaries, and Several Former Employees*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2008/lr20642.htm>; [2015]
- Securities and Exchange Commission 2007, *Freddie Mac and Four Former Executives Settle SEC Enforcement Action in Connection With Multi-Billion Dollar Accounting Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20304.htm>; [2015].

Bibliografía

- Securities and Exchange Commission 2006, *SEC Brings Settled Charges Against Tyco International Ltd. Alleging Billion Dollar Accounting Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19657.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2006, *SEC Charges Hayes Lemmerz International, Inc., and Four Former Senior Officers with Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19668.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2005, *Order instituting Cease-and-Desist proceedings, making findings, and imposing a Cease-and-Desist order to Global Crossing*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-51517.pdf> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2005, *SEC charges Time Warner with fraud, aiding and abetting frauds by others, and violating a prior cease-and-desist order; CFO, Controller, and Deputy Controller charged with causing reporting violations*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19147.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2005, *SEC Final Rules. Release N° 33-8591: Securities Offering Reform*. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2005.shtml> [2016].
- Securities and Exchange Commission 2004, *SEC Charges CMS Energy Corp. and Three Former CMS Executives with Fraud in Connection with Over \$5 Billion in Round-Trip Energy Trades*. Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2004-38.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2004, *SEC Charges Royal Ahold and Three Former Top Executives with Fraud; Former Audit Committee Member Charged with Causing Violations of the Securities Laws*. Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2004-144.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2004, *SEC Files Securities Fraud Charges Against Computer Associates International, Inc., Former CEO Sanjay Kumar, and Two Other Former Company Executives*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18891.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2004, *SEC vs Bristol-Myers Squibb Company*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18820.htm> [2015].

Bibliografía

- Securities and Exchange Commission 2003, *Commission Settles Civil Fraud Action Against Vivendi Universal, S.A., Its Former CEO, Jean-Marie Messier, and Its Former CFO, Guillaume Hannezo*. Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2003-184.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2003, *SEC Charges HealthSouth Corp., CEO Richard Scrushy With \$1.4 Billion Accounting Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18044.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2003, *SEC Charges Parmalat with Financial Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2003, *SEC Sues Former Dynegy Employees for Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18188.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *The Commission Files Accounting Fraud Action against Lernout & Hauspie Speech Products*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17782.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC Brings Financial Fraud Charges Against Executives at Three Northern California Software Companies*. Disponible en <https://www.sec.gov/news/press/2002-71.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC Charges Adelphia and Rigas Family With Massive Financial Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17627.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC Charges Former ImClone CEO Samuel Waksal With Illegal Insider Trading*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17559.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC Charges WorldCom with \$3.8 Billion Fraud*. Disponible en <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17588.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC Sues Former Tyco CEO Kozlowski, Two Others for Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17722.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 2002, *SEC vs Xerox Corporation*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17465.htm> [2015].

Bibliografía

- Securities and Exchange Commission 2002, *Waste Management Founder, Five Other Former Top Officers Sued for Massive Fraud*. Disponible en <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm> [2015].
- Securities and Exchange Commission 1997, *SEC Final Rules. Release Nº 33-7386: Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Quantitative and Qualitative Information About Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments*. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive1997.shtml> [2016].
- Serious Fraud Office 2007, *Independent Insurance Group Plc: Briefing note*. Disponible en <http://www.sfo.gov.uk/press-room/press-release-archive/press-releases-2007/independent-insurance-group-plc-briefing-note.aspx> [2015].
- Serrasqueiro, R.M. 2013, *A divulgação dos riscos pelas empresas: Análise das divulgações efetuadas pelas empresas não financeiras de países de influência continental do STOXX 50 nos anos de 2007 e 2011= La divulgación de los riesgos por las empresas: Análisis de las divulgaciones efectuadas por las empresas no financieras de países de influencia continental del STOXX 50 en los años de 2007 y 2011*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.
- Shehata, N.F., 2014, "Theories and Determinants of Voluntary Disclosure", *Accounting and Finance Research*, vol. 3, no. 1, pp. 18-26.
- Shenkir, W.G. & Walker, P.L. 2011, *Enterprise Risk Management: Frameworks, Elements and Integration*, Montvale, NJ: Institute of Management Accountants.
- Shocker, A.D. & Sethi, S.P. 1973, "An Approach to Incorporating Societal Preferences in Developing Corporate Action Strategies", *California Management Review*, vol. 15, no. 4, pp. 97-105.
- Sison, A.J. 2000, "La gestión del riesgo. La ética empresarial de última generación", *Revista Empresa y Humanismo*, vol. II, no. 1, pp. 131-155.
- Skinner, D.J. 1994, "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, vol. 32, no. 1, pp. 38-60.

Bibliografía

- Soltani, B. 2014, "The Anatomy of Corporate Fraud: A Comparative Analysis of High Profile American and European Corporate Scandals", *Journal of Business Ethics*, vol. 120, no. 2, pp. 251-274.
- Spence, M. 1973, "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, no. 3, pp. 355-374.
- Steinert, M. 2009, "A dissensus based online Delphi approach: An explorative research tool", *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 76, no. 3, pp. 291-300.
- Stires, D. 2004, "The Unmaking of the Un-Enron Duke Energy seemed to be doing deregulation right, but it turned out to have its shady side as well. Can the ultimate widows-and-orphans company ever recover?", *Fortune Magazine*, September 6, 2004, Disponible en http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2004/09/06/380319/index.htm [2015].
- Strauss, A. & Corbin, J. 1990, *Basics of qualitative research*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Suda, K. 2011, "Creative Accounting and Accounting Scandals in Japan" in Jones, M.J. ed. *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*, Chichester: John Wiley & Sons, pp. 279-303.
- The Global Competitiveness and Risks Team 2016, *The Global Risks Report 2016*, World Economic Forum. Disponible en <http://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2016> [2016].
- Transparencia Internacional 2009, *Guía de lenguaje claro sobre la lucha contra la corrupción*, Disponible en <http://transparencia.org.es/glosario-ti-sobre-transparencia-y-corrupcion/> [2015].
- Trueman, B. 1986, "Why do managers voluntarily release earnings forecasts?", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 53-71.
- Unión Europea. *Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 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*, Diario Oficial de las Comunidades Europeas, no. L 122, 14 de agosto de 1978, pp. 11-31.

Bibliografía

- Unión Europea. *Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos*, Diario Oficial de la Unión Europea, no. L 330, 15 de noviembre de 2014, pp. 1-9. DOUE-L-2014-83373.
- Unión Europea. *Recomendación de la Comisión, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa*, Diario Oficial de la Unión Europea, no. L 52, 25 de febrero de 2005, pp. 51-63. DOUE-L-2005-80321.
- Unión Europea. *Recomendación de la Comisión, de 30 de mayo de 2001, relativa al reconocimiento, la medición y la publicación de las cuestiones medioambientales en las cuentas anuales y los informes anuales de las empresas*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, no. L 156, 13 de junio de 2001, pp. 33-42.
- Unión Europea. *Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad*, Diario Oficial de las Comunidades Europeas, no. L 243, 11 de septiembre de 2002, pp. 1-4.
- United Kingdom. *Companies Act 2006, Elisabeth II - Chapter 46*, London: The Stationary Office.
- United States. *Sarbanes Oxley Act of 2002 - Public Law 107-204. July 30, 2002*. United States Statutes at Large, 116 Stat. 745.
- United States Federal Government. *Code of Federal Regulations. Part 229—Standard instruction for filing forms under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy Policy and Conservation Act of 1975 - Regulation S-K.* Disponible en <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=8e0ed509ccc65e983f9eca72ceb26753&node=17:3.0.1.1.11&rgn=div5>. [2016].
- United States Federal Government. *Code of Federal Regulations: Rule 230.421 - Presentation of information in prospectuses*. Disponible en http://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=1&SID=e350f48519dc4ac9bb968589c4e922e5&ty=HTML&h=L&mc=true&r=SECTION&n=se17.3.230_1421 [2016].

- United States Government Accountability Office 2002, *Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate - Financial Statement Restatements*, Disponible en www.gao.gov/products/GAO-03-138; [2015].
- United States Joint Committee on Taxation 2003, *Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Issues, and Policy Recommendations*. Disponible en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-CPRT-JCS-3-03/content-detail.html>; [2015].
- United States Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs 2002, *Accounting reform and investor protection* , Disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?collectionCode=CHRG&browsePath=107%2FSENATE%2FCommittee+on+Banking%2C+Housing%2C+and+Urban+Affairs&isColapsed=false&leafLevelBrowse=false&isDocumentResults=true&ycord=127> [2015].
- Vandemaele, S., Vergauwen, P. & Michiels, A. 2009, *Management risk reporting practices and their determinants - A study of Belgian listed firms*, Disponible en <http://hdl.handle.net/1942/9392> [2016].
- Verd, J.M. & Lozares, C. 2016, *Introducción a la investigación cualitativa: fases, métodos y técnicas*, Madrid: Síntesis.
- Verrecchia, R.E. 1983, "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 179-194.
- Villafañe, J. 2011, "Bases empíricas de la gestión del riesgo reputacional" en *La comunicación empresarial y la gestión de los intangibles en España y Latinoamérica. Informe anual 2011*. Madrid: Pearson Educacion, pp. 111-134.
- Vishwanath, T. & Kaufmann, D., 1999, *Towards Transparency in Finance and Governance*, Disponible en <http://ssrn.com/abstract=258978> [2015].
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. 1978, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards", *The Accounting Review*, vol. 53, no. 1, pp. 112-134.
- Weber, J., Willenborg, M. & Zhang, J. 2008, "Does Auditor Reputation Matter? The Case of KPMG Germany and ComROAD AG.", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, no. 4, pp. 941-972.

Bibliografía

- Wiggins, R.Z. & Metrick, A. 2015, *The Lehman Brothers Bankruptcy H: The Global Contagion*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3H-V1, Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2593081> [2015]
- Wiggins, R.Z., Piontek, T. & Metrick, A. 2014, *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2588531> [2015]
- Wild, C. & Torgersen, H. 2000, "Foresight in medicine", *The European Journal of Public Health*, vol. 10, no. 2, pp. 114-119.
- Wiley Insight - IFRS 2016, , *ASC 275 Risks and Uncertainties*. Disponible en <http://ifrs.wiley.com/chapters/w9781118945193c15> [2016, 04/21].
- Williams, R., Bertsch, B., Barrie, D., Ton van der Wiele, J., Smith, M. & Visser, R. 2006, "Quality and risk management: what are the key issues?", *The TQM Magazine*, vol. 18, no. 1, pp. 67-86.
- Wright, K.B. 2005, "Researching Internet-Based Populations: Advantages and Disadvantages of Online Survey Research, Online Questionnaire Authoring Software Packages, and Web Survey Services", *Journal of Computer-Mediated Communication*, vol. 10, no. 3. Disponible en <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1083-6101.2005.tb00259.x/full> [2017].
- Zhang, X., Taylor, D., Qu, W. & Oliver, J. 2013, "Corporate Risk Disclosures: the Influence of Institutional Shareholders and the Audit Committee", *Corporate Ownership and Control*, vol. 10, no. 4, pp. 341-353.

Anexo I: Expertos del ámbito académico invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi

Beatriz Aibar Guzmán

Profesora Titular de Universidad. Universidad de Santiago de Compostela. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2012, "The influence of mandatory requirements on risk disclosure practices in Spain", *International Journal of Disclosure & Governance*, vol. 9, no. 1, pp. 78-99.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2011, "La comunicación del riesgo al exterior: Una evaluación de las actuales prácticas corporativas de las empresas españolas cotizadas", *XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática*, Mexico D.F., 5-7 octubre 2011.

Dirección de la Tesis Doctoral de Mónica Hernández Madrigal: *Transparencia informativa y códigos de buen gobierno versus auditoría interna e indicadores de gestión: la divulgación al exterior de información sobre riesgos y control interno*. 2011.

Blanco Dopico, M.I., Hernández Madrigal, M. & Aibar Guzmán, B. 2009, "El buen gobierno corporativo y los requerimientos informativos sobre los sistemas de control interno y riesgos: análisis de la regulación española y portuguesa en relación a otros referentes", *Tékhne-Revista de Estudios Politécnicos*, no. 12, pp. 75-97.

Maria Isabel Blanco Dopico

Catedrática de Universidad. Universidad de Santiago de Compostela. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2012, "The influence of mandatory requirements on risk disclosure practices in Spain", *International Journal of Disclosure & Governance*, vol. 9, no. 1, pp. 78-99.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2011, "La comunicación del riesgo al exterior: Una evaluación de las actuales prácticas corporativas de las empresas españolas cotizadas", *XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática*, Mexico D.F., 5-7 octubre 2011.

Dirección de la Tesis Doctoral de Mónica Hernández Madrigal: *Transparencia informativa y códigos de buen gobierno versus auditoría interna e indicadores de gestión: la divulgación al exterior de información sobre riesgos y control interno*. 2011.

Blanco Dopico, M.I., Hernández Madrigal, M. & Aibar Guzmán, B. 2009, "El buen gobierno corporativo y los requerimientos informativos sobre los sistemas de control interno y riesgos: análisis de la regulación española y portuguesa en relación a otros referentes", *Tékhné-Revista de Estudios Politécnicos*, no. 12, pp. 75-97.

José David Cabedo Semper

Profesor titular de Universidad de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Jaime I de Castellón. Departamento de Finanzas y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

Dirección de la Tesis Doctoral de José Antonio Reverte Sánchez: *Divulgación de riesgos en empresas no financieras españolas*. 2015.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2014, "Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case", *Contaduría y Administración*, vol. 59, no. 4, pp. 105-135.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2009, "Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición", *Innovar*, vol. 19, no. 34, pp. 121-134.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2007, "La regulación contable sobre divulgación de riesgos en los estados financieros", *Partida Doble*, vol. 184, pp. 30-45.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2004, "The disclosure of risk in financial statements", *Accounting Forum*, vol. 28, no. 2, pp. 181-200.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2003, "La información pública sobre riesgos empresariales", *Partida Doble*, vol. 143, pp. 18-23.

Mónica Hernández Madrigal

Universidad Autónoma de San Luis de Potosí (Méjico). Facultad de Contaduría y Administración.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2012, "The influence of mandatory requirements on risk disclosure practices in Spain", *International Journal of Disclosure & Governance*, vol. 9, no. 1, pp. 78-99.

Hernández Madrigal, M., Blanco Dopico, M.I. & Aibar Guzmán, B. 2011, "La comunicación del riesgo al exterior: Una evaluación de las actuales prácticas corporativas de las empresas españolas cotizadas", *XVI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática*, Mexico D.F., 5-7 octubre 2011.

Tesis Doctoral: *Transparencia informativa y códigos de buen gobierno versus auditoría interna e indicadores de gestión: la divulgación al exterior de información sobre riesgos y control interno*. 2011.

Blanco Dopico, M.I., Hernández Madrigal, M. & Aibar Guzmán, B. 2009, "El buen gobierno corporativo y los requerimientos informativos sobre los sistemas de control interno y riesgos: análisis de la regulación española y portuguesa en relación a otros referentes", *Tékhné-Revista de Estudios Politécnicos*, no. 12, pp. 75-97.

Joaquina Laffarga

Catedrática de Universidad. Universidad de Sevilla. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Dirección de la Tesis Doctoral de Ignacio Ruiz Albert: *Características de la divulgación de información financiera sobre riesgos. Un estudio del caso español*. 2003.

Laffarga, J. & Ruiz Albert, I. 2003, "El libro blanco y la información financiera sobre el riesgo", *Partida Doble*, vol. 143, pp. 6-17.

Ruiz Albert, I., Laffarga Briones, J. & Jiménez Cardoso, S.M. 2001, "Características de la información revelada sobre riesgos en España", *Actualidad financiera*, año nº 6, Nº Extra 4, 2001, págs. 29-48.

Pablo de Llano Monelos

Catedrático de Escuela Universitaria. Universidad da Coruña. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

Rodríguez López, M., Piñeiro Sánchez, C. & Llano Monelos, P.d. 2013, "Mapa de Riesgos: Identificación y Gestión de Riesgos", *Atlantic Review of Economics*, vol. 2.

Francisco López Lubián

Profesor del Instituto de Empresa. Director del Área de Finanzas.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

López Lubián, F.J. & García Estévez, P. 2010, *Cómo gestionar los riesgos corporativos*, Madrid: Wolters Kluwer.

Isabel Martínez Torre-Enciso

Profesora Titular de Universidad. Universidad Autónoma de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Financiación e Investigación Comercial.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Vocal de AGERS: Asociación Española de Gerencia de Riesgos y Seguros.

Vicepresidenta de FERMA: Federation of European Risk Management Associations.

Luis Rodríguez Domínguez

Profesor Titular de Universidad. Universidad de Salamanca. Facultad de Economía y Empresa. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

Rodríguez Domínguez, L. & Nogera Gámez, L.C. 2014, "Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies/Información corporativa de riesgos: pruebas de empresas españolas", *Revista de Contabilidad*, vol. 17, no. 2, pp. 116-129.

Nogera Gámez, L.C. & Rodríguez Domínguez, L. 2011, "Revelación de información corporativa sobre riesgos: análisis de contenidos y factores explicativos.", *Documentos de Trabajo: Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas*, vol. 5, pp. 1-50.

Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I.M. & Rodríguez Domínguez, L. 2008, "Voluntary and compulsory information disclosed online: The effect of industry concentration and other explanatory factors", *Online Information Review*, vol. 32, no. 5, pp. 596-622.

Manuel Rodríguez López

Profesor Asociado. Universidad da Coruña. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

Rodríguez López, M., Piñeiro Sánchez, C. & Llano Monelos, P.d. 2013, "Mapa de Riesgos: Identificación y Gestión de Riesgos", *Atlantic Review of Economics*, vol. 2.

José Miguel Tirado Beltrán

Profesor titular de Escuela Universitaria de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Jaime I de Castellón. Departamento de Finanzas y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experto en esta materia.

Dirección de la Tesis Doctoral de José Antonio Reverte Sánchez: *Divulgación de riesgos en empresas no financieras españolas*. 2015.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2014, "Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case", *Contaduría y Administración*, vol. 59, no. 4, pp. 105-135.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2009, "Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición", *Innovar*, vol. 19, no. 34, pp. 121-134.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2007, "La regulación contable sobre divulgación de riesgos en los estados financieros", *Partida Doble*, vol. 184, pp. 30-45.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2004, "The disclosure of risk in financial statements", *Accounting Forum*, vol. 28, no. 2, pp. 181-200.

Cabedo, D. & Tirado, J.M. 2003, "La información pública sobre riesgos empresariales", *Partida Doble*, vol. 143, pp. 18-23.

Rosario Vidal Lopo

Profesora Titular de Universidad. Universidad de Santiago de Compostela. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

La relación de trabajos que se cita a continuación no pretende ser una lista exhaustiva de la actividad investigadora de esta persona; tan solo pretende reflejar algunos trabajos relacionados con el objeto de estudio de esta tesis, y que avalan su condición de experta en esta materia.

Vidal Lopo, R. 2001, "La información sobre el riesgo empresarial: Una visión panorámica", *Partida Doble*, no 121, pp. 20-29.

Tesis Doctoral: Una aproximación conceptual a la información del riesgo empresarial. 2000.

Anexo II: Listado de empresas cotizadas para la identificación de Directores de Auditoría Interna

Sector	Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)
Petróleo y Energía	ENAGAS, S.A.	Ibex 35
	ENDESA, S.A.	Ibex 35
	FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A.	
	GAS NATURAL SDG, S.A.	Ibex 35
	IBERDROLA, S.A.	Ibex 35
	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	Ibex 35
	REPSOL, S.A.	Ibex 35
	SAETA YIELD, S.A.	
	SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.	
Materiales Básicos, Industria y Construcción	ABENGOA, S.A.	
	ACCIONA, S.A.	Ibex 35
	ACERINOX, S.A.	Ibex 35
	ACS, ACTIVIDADES DE CONST. Y SERVICIOS S.A	Ibex 35
	APPLUS SERVICES, S.A.	
	AZKOYEN S.A.	
	CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.	
	CIA. LEVANTINA, EDIFICACION DE O. PUBLICAS	
	CIE AUTOMOTIVE, S.A.	
	CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROCARRILES, S.A.	
	CORP. EMPRESARIAL DE MAT. CONSTRUCC. S.A	
	DURO FELGUERA, S.A.	
	ELECNOR S. A.	
	ERCROS S.A.	
	FERROVIAL, S.A.	Ibex 35
	FLUIDRA, S.A.	
	FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS S.A.	

Anexo II: Listado de empresas cotizadas para la identificación de Directores de Auditoría Interna

Sector	Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)
Materiales Básicos, Industria y Construcción (Cont.)	GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	Ibex 35
	GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A.	
	GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A.	
	INYPSA INFORMES Y PROYECTOS, S.A.	
	LINGOTES ESPECIALES, S.A.	
	NICOLAS CORREA S.A.	
	OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	
	SACYR, S.A.	
	TALGO, S.A.	
	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	Ibex 35
	TUBACEX, S.A.	
	TUBOS REUNIDOS, S.A.	
	ZARDOYA OTIS, S.A.	
Bienes de Consumo	ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	
	ALMIRALL, S.A.	
	BARON DE LEY, S.A.	
	BIOSEARCH, S.A.	
	BODEGAS RIOJANAS, S.A.	
	DEOLEO, S.A.	
	DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.	
	EBRO FOODS, S.A.	
	ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.	
	FAES FARMA, S.A.	
	GRIFOLS, S.A.	Ibex 35
	IBERPAPPEL GESTION, S.A.	
	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	Ibex 35
	LABORATORIO REIG JOFRE, S.A.	
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.		

Anexo II: Listado de empresas cotizadas para la identificación de Directores de Auditoría Interna

Sector	Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)
Bienes de Consumo (Cont.)	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A.	
	NATRA S.A.	
	NATURHOUSE HEALTH, S.A.	
	ORYZON GENOMICS, S.A.	
	PAPELES Y CARTONES DE EUROPA,S.A.	
	PHARMA MAR, S.A.	
	PRIM, S.A.	
	SNIACE, S.A.	
	TELEPIZZA GROUP, S.A.	
	VIDRALA S.A.	
VISCOFAN, S.A.	Ibex 35	
Servicios de Consumo	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	Ibex 35
	ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A.	
	AENA, S.A.	Ibex 35
	ATRESMEDIA	
	CIA. DE DIST. INTEG. LOGISTA HOLDINGS	
	CLINICA BAVIERA, S.A.	
	CODERE, S.A.	
	DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	Ibex 35
	EDREAMS ODIGEO	
	FUNESPAÑA, S.A.	
	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	Ibex 35
	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	Ibex 35
	NH HOTEL GROUP, S.A.	
	PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, SA	
	PROMOTORA DE INFORMACIONES,S.A.	
PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.		
SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.		

Anexo II: Listado de empresas cotizadas para la identificación de Directores de Auditoría Interna

Sector	Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)
Servicios de Consumo (Cont.)	VERTICE TRESCIENTOS SESENTA GRADOS, S.A.	
	VOCENTO, S.A.	
Tecnología y Telecomunicaciones	AMADEUS IT GROUP, S.A.	Ibex 35
	AMPER, S.A.	
	CELLNEX TELECOM, S.A.	Ibex 35
	EUSKALTEL, S.A.	
	GLOBAL DOMINION ACCESS, S.A.	
	GRUPO EZENTIS, S.A.	
	INDRA SISTEMAS, S.A.	Ibex 35
	TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA, S.	
	TELEFONICA, S.A.	Ibex 35

Anexo III: Relación de Directores de Auditoría Interna de empresas cotizadas españolas

Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)	Nombre	Apellido 1	Apellido 2
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	Ibex 35	Jordi	Lagares	Puig
ACCIONA,S.A.	Ibex 35	Joaquín	Bondía	Lacueva
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	-	Beatriz	Pereira	
ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A.		Rodrigo	Lázaro	Murillo
AENA, S.A.	Ibex 35	Roberto	Ramírez	García
ALMIRALL, S.A.		Jordi	Salvat	Filomeno
AMADEUS IT GROUP, S.A.	Ibex 35	Manuel	de Alzua	
AMPER, S.A.		Juan	Castellanos	de Armas
APPLUS SERVICES, S.A.		Aleix	Ribas	Aguilera
ATRESMEDIA		Fernando	Costi	
BARON DE LEY, S.A.		Eva	Corres	Gaitán
BODEGAS RIOJANAS, S.A.		Lara	Nestares	Domínguez
CELLNEX TELECOM, S.A.	Ibex 35	Sergi	Martinez	Pie
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.		Rodrigo	Zarraluqui	Zulueta
CIA. DE DIST. INTEG. LOGISTA HOLDINGS		Laura	Templado	Martín
CIA.LEVANTINA, EDIFICACION DE O.PUBLICAS		Lina	Morell	
CIE AUTOMOTIVE, S.A.		María	Miñambres	García
CODERE, S.A.		Adolfo	Carpena	Manso
CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROCARRILES, S.A.		Irune	López	Fernández
CORP. EMPRESARIAL DE MAT. CONSTRUCC. S.A		Rafael	Pedruelo	Espinosa
DEOLEO, S.A.		Amaya	Sáez	del Val
DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	Ibex 35	Isabel	Fernández de Córdoba	Moncada
DURO FELGUERA, S.A.		Rafael	Salazar	Alonso
EBRO FOODS, S.A.		Jesús	de Zabala	Bazán
EDREAMS ODIGEO		Daniel	Francis	
ELECNOR S. A.		Gonzalo	Sánchez	Alber

Anexo III: Relación de Directores de Auditoría Interna de empresas cotizadas españolas

Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)	Nombre	Apellido 1	Apellido 2
ENAGAS, S.A.	Ibex 35	Isidro	del Valle	
ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.		Ángel José	Mosquera	López-Leyton
ENDESA, S.A.	Ibex 35	Enrique	Durand	Baquerizo
ERCROS S.A.		Xavi	Alvarez	
EUSKALTEL, S.A.		Alberto	Santamaría	Rubio
FAES FARMA,S.A.		Mariana	Soroa	Zubiria
FERROVIAL, S.A.	Ibex 35	Alberto	Ferreiro	Prado
FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A.		Javier	Castaño	Cruz
FLUIDRA, S.A.		Nicolás	Martínez	Fernández
FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS S.A.		Marcos	Bada	Gutiérrez
GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	Ibex 35	Sonia	Olarte	
GAS NATURAL SDG, S.A.	Ibex 35	Carlos	Ayuso	Salinas
GLOBAL DOMINION ACCESS, S.A.		Arantza	Lazurtegi	
GLOBAL DOMINION ACCESS, S.A.		Jose Angel	González	
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A.		José Antonio	Sánchez-Rojas	Panfil
GRUPO EZENTIS, S.A.		José Ignacio	Domínguez	Hernández
IBERDROLA, S.A.	Ibex 35	Luis Javier	Aranaz	Zuza
INDRA SISTEMAS, S.A.	Ibex 35	Natalia	Fernández	Fernández
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	Ibex 35	Carlos	Crespo	González
LABORATORIO REIG JOFRE, S.A.		Alex	García	Reig
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.		Beatriz	Suarez	Maceiras
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	Ibex 35	Ángel	Santamaría	Barrio
MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	Ibex 35	Jose Luis	Alcina	
NH HOTEL GROUP, S.A.		Reyes	Fuentes	
OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.		Juan Carlos	Peña	Fernández
ORYZON GENOMICS, S.A.		Enric	Rello	
PAPELES Y CARTONES DE EUROPA,S.A.		María	Ruiz-Zorrilla	Riesco
PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, SA		Jaime	Fernández	Aceña

Anexo III: Relación de Directores de Auditoría Interna de empresas cotizadas españolas

Empresa	IBEX 35 (9/01/2017)	Nombre	Apellido 1	Apellido 2
PHARMA MAR, S.A.		Juan Carlos	Villalón	Gómez
PROMOTORA DE INFORMACIONES,S.A.		Virginia	Fernández	Iribarnegaray
PROSEGUR , CIA. DE SEGURIDAD, S.A.		Francisco Javier	Poveda	Gil
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	Ibex 35	Carlos	Méndez-Trelles	Garcia
REPSOL, S.A.	Ibex 35	Noelia	Martin	García
SACYR, S.A.		Aquilino	de Pravia	Martín
SAETA YIELD, S.A.		Yolanda	Taboada	
SNIACE, S.A.		Casto	Herrero	
TALGO, S.A.		María	López	Pacheco
TECNICAS REUNIDAS, S.A.	Ibex 35	José María	González	Velayos
TECNOCOM,TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA,S.		Jesús	Blanco	Martín
TELEFONICA, S.A.	Ibex 35	Juan Francisco	Gallego	Arrechea
TUBACEX, S.A.		Ana	López	Laburu
VERTICE TRESCIENTOS SESENTA GRADOS, S.A.		Alicia	Alcornada	
VIDRALA S.A.		Raul	Gómez	
VISCOFAN, S.A.	Ibex 35	Raquel	Esquiroz	
VOCENTO, S.A.		Enrique	Marzal	López
ZARDOYA OTIS, S.A.		Antonio	Alján	

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Nombre	Apellido	IBEX 35															No IBEX 35																					
		Abertis	Acciona	Acerinox	ACS	Amadeus	Cellnex	DIA	Endesa	Ferrovial	Iberdrola	Inditex	Indra	Mediaset	Meia Hoteles	Red Electrica	Repsol	Técnicas Reunidas	Telefónica	Viscofan	Abengoa	Almirall	Applus	Deoleo	Ence	Europac	Euskattel	Ezentis	Iberpapel	Laboratorios Rovi	Natra	Natur house	Oryzon Genomics	Pharma Mar	Saeta Yield	Tecnocom	Telepizza	
Victor	Acitores	X			X				X																													
Natalia	Aguirre						X										X		X																			
Jorge	Alonso						X		X						X																				X			
Jesús	Amador	X							X																													
Pilar	Aranda																			X																		
Ignacio	Arce Aliseda						X																		X													
José Manuel	Arroyas												X																									
Pablo	Ayuso																						X	X														
Guillermo	Barrio Colongues	X			X		X		X																													
Natalia	Bobo Bjork					X				X	X						X			X																		
Andrés	Bolumburu Cámara						X				X	X						X			X				X													
Rafael	Bonardell						X			X									X																			
Javier	Borrachero Kieselack						X													X																		
Juan Carlos	Calvo Mateos	X			X																																	
Javier	Campos Clavero																		X			X		X														X
Juan	Cánovas										X		X						X																			
Isabel	Carballo																				X						X											
Ramón	Carrasco Osuna					X																																
Antonio	Castell					X			X				X						X				X					X	X									
Borja	Castro								X																													
Rafael	Cavanillas Gil				X	X														X				X	X			X									X	
María	Cebollero Fraile		X																																			
Pepa	Chapa				X			X																														
Patricia	Cifuentes						X			X							X				X						X											

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Nombre	Apellido	IBEX 35															No IBEX 35																				
		Abertis	Acciona	Acerinox	ACS	Amadeus	Cellnex	DIA	Endesa	Ferrovial	Iberdrola	Inditex	Indra	Mediaset	Melia Hoteles	Red Electrica	Repsol	Tecnicas Reunidas	Telefónica	Viscofan	Abengoa	Almirall	Applus	Deoleo	Ence	Europac	Euskaltel	Ezentis	Iberpapel	Laboratorios Rovi	Natra	Natur house	Oryzon Genomics	Pharma Mar	Saeta Yield	Tecnocom	Telepizza
Fernando	Cordero Barriera					X						X					X								X											X	
Juan Ramón	Correas				X																																
Pablo	Cuadrado Tordera						X		X						X																						
Isidoro	de Alamo	X					X		X																										X		
Luis	de Blas																										X										
Iñigo	de las Cuevas				X																																
Luis	de Toledo		X													X		X						X	X			X									
Eva	del Barrio						X		X						X																						
Javier	Díaz												X																		X						
Marta	Díaz de la Cuerda																																			X	
Pedro	Echeguren																							X											X		
Felipe	Echevarria																						X	X													
Iñigo	Egusquiza Castellanos		X			X						X	X						X																		
Jaime	Escribano																																				
Javier	Esteban Lario						X		X						X	X	X				X																
Juan José	Fernández -Figares		X														X								X												
Elena	Fernández López				X																							X							X		
Rafael	Fernández de Heredia	X		X				X												X								X									
Guillermo	Fernández-Gao							X																													
Joaquín	Ferrer	X		X				X																													
Ramón	Forcada Gallo									X																											
Ana Isabel	Fuentes										X	X						X				X		X													
Daniel	Gandoy	X		X				X																													
Patricio	Garbisu Lopez- Tapia																									X											
Germán	García Bou					X				X																X											
Eduardo	García					X						X														X											
José Alfonso	García García			X																																	
Javier	Garrido						X		X						X																						

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Nombre	Apellido	IBEX 35															No IBEX 35																							
		Abertis	Acciona	Acerinox	ACS	Amadeus	Cellnex	DIA	Endesa	Ferrovial	Iberdrola	Inditex	Indra	Mediaset	Meia Hoteles	Red Electrica	Repsol	Técnicas Reunidas	Telefónica	Viscofan	Abengoa	Almirall	Applus	Deoleo	Ence	Europac	Euskaltel	Ezentis	Iberpapel	Laboratorios Rovi	Natra	Natur house	Oryzon Genomics	Pharma Mar	Saeta Yield	Tecnocom	Telepizza			
Iciar	Gómez			X							X					X	X					X																		
César	González						X		X						X									X																
Almudena	González de Canales							X																																
Ana Isabel	González García																				X							X							X					
Esther	Gutierrez de la Torre												X																											
Sara	Herrando									X																														
Iñigo	Isardo				X																																			
León	Izuzquiza		X														X				X																			
Fernando	Lafuente Seseña	X					X		X			X	X	X	X	X				X																				
Fabián	Lares										X	X																									X			
Ivon	Leal				X													X								X														
Antonio	López																																							
Santiago	Marín	X				X							X								X		X	X			X	X							X					
Esther	Martín	X										X																												
Vicente	Martín Brogueras											X																X									X			
Iñigo	Mendieta de la Rica								X						X																									
Javier	Mielgo Miguel	X						X			X							X																						
Santiago	Molina			X				X																																
Nicolás	Mora	X				X		X																																
Juan	Moreno		X																																					
Bosco	Muguiro Eulate						X		X						X																									
Fernando	Murillo Guirao		X																																					
Oscar	Najar																				X																X			
Alvaro	Navarro		X						X						X	X																								
Luis	Navia																					X						X								X				
José Ramón	Ocina	X			X	X		X													X						X													
Bosco	Ojeda	X		X				X			X		X							X																				
Daniel	Ortea																				X																			

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Nombre	Apellido	IBEX 35															No IBEX 35																					
		Abertis	Acciona	Acerinox	ACS	Amadeus	Cellnex	DIA	Endesa	Ferrovial	Iberdrola	Inditex	Indra	Mediaset	Melia Hoteles	Red Electrica	Repsol	Técnicas Reunidas	Telefónica	Viscofan	Abengoa	Almirall	Applus	Deoleo	Ence	Europac	Euskaltel	Ezentis	Iberpapel	Laboratorios Rovi	Natra	Natur house	Oryzon Genomics	Pharma Mar	Saeta Yield	Tecnocom	Telepizza	
Ignacio	Ortiz de Mendivil															X					X								X									
Luis	Padrón de la Cruz						X		X							X	X		X								X											
Borja	Pagoaga Soraluze						X		X							X				X						X												
Manuel	Palomo		X				X		X																													
Antonio	Pausa Rodríguez			X			X			X				X			X		X																			
Victor	Peiro						X		X		X								X																			
Alejandra	Pereda								X																													
Virginia	Pérez Repes												X																									
Angel	Pérez Llamazares	X				X		X	X							X				X																		
Javier	Pinedo Zorrilla									X	X																											
Arancha	Piñeiro						X																															
José	Porta		X				X		X							X																					X	
Iñigo	Recio Pascual			X													X							X	X													
Alejandro	Refojo																							X	X													
Francisco	Riquel			X			X			X																												
Oscar	Rodríguez Rouco	X																					X															
Francisco José	Rodríguez Sánchez			X											X																							
Daniel	Rodríguez	X	X				X		X							X																					X	
Antonio	Rodríguez Vicens	X			X		X		X																													
Ignacio	Romero									X										X			X					X		X								
Juan	Ros Padilla						X													X			X														X	
Sonia	Ruiz de Garibay					X									X	X	X																					
Francisco	Ruiz Martín																	X	X		X		X															
Joao	Sáfara Silva													X					X		X													X				
Paula	Sampedro						X			X														X													X	
Iván	San Félix						X		X	X	X	X					X			X				X		X												
Alberto	Sánchez Salazar			X												X				X		X		X	X													
Miguel	Sánchez González						X		X							X				X		X		X	X													

Anexo IV: Matriz de empresas cotizadas y sus analistas financieros

Nombre	Apellido	IBEX 35																No IBEX 35																				
		Abertis	Acciona	Acerinox	ACS	Amadeus	Cellnex	DIA	Endesa	Ferrovial	Iberdrola	Inditex	Indra	Mediaset	Melia Hoteles	Red Electrica	Repsol	Técnicas Reunidas	Telefónica	Viscofan	Abengoa	Almirall	Applus	Deoleo	Ence	Europac	Euskaltel	Ezentis	Iberpapel	Laboratorios Rovi	Natra	Natur house	Oryzon Genomics	Pharma Mar	Saeta Yield	Tecnocom	Telepizza	
César	Sánchez- Grande			X													X		X								X											
Gonzalo	Sanz		X		X		X				X			X										X	X													
Virginia	Sanz de Madrid		X						X						X																							
Javier	Suarez Hernández														X																							
Marta	Traver																															X						
María	Tristán						X							X													X										X	
Enrique	Yaguez											X			X	X		X																				

Anexo V: Analistas financieros invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi

Empresa	Nombre	Apellido
Ahorro Corporación	Alvaro	Aristegui
Ahorro Corporación	Guillermo	Barrio Colongues
Ahorro Corporación	Rafael	Cavanillas Gil
Ahorro Corporación	Javier	Díaz
Ahorro Corporación	Luis	Padrón de la Cruz
Ahorro Corporación	César	Sánchez- Grande
Angel Ochoa Crespo	Angel	Ochoa Crespo
Banc Sabadell	Laura	Benito
Banc Sabadell	Andrés	Bolumburu Cámara
Banc Sabadell	María	Cebollero Fraile
Banc Sabadell	Felipe	Echevarria
Banc Sabadell	Javier	Esteban Lario
Banc Sabadell	Nicolás	Fernández
Banc Sabadell	Arancha	Piñeiro
Banc Sabadell	Francisco José	Rodríguez Sánchez
Banc Sabadell	Ignacio	Romero
Bankinter Securities	Ramón	Carrasco Osuna
Bankinter Securities	Juan	Moreno
BBVA Research	Isabel	Carballo
BBVA Research	Isidoro	de Alamo
BBVA Research	Luis	de Toledo
BBVA Research	Ivon	Leal
BBVA Research	Nicolas	Mira
BBVA Research	Daniel	Ortea
BBVA Research	Antonio	Rodríguez Vicens
BBVA Research	Juan	Ros Padilla
Caixabank	Antonio	Castell
Caixabank	Iciar	Gómez

Anexo V: Analistas financieros invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi

Empresa	Nombre	Apellido
Caixabank	Borja	Pagoaga Soraluze
Deutsche bank	Virginia	Sanz de Madrid
Exane BNP Paribas	Nicolás	Mora
Exane BNP Paribas	Manuel	Palomo
Exane BNP Paribas	Francisco	Ruiz Martin
Fidentiis	Ignacio	Arce Aliseda
Fidentiis	Juan	Cánovas
Fidentiis	Pepa	Chapa
Fidentiis	Patricia	Cifuentes
Fidentiis	Daniel	Rodríguez
Fidentiis	Alberto	Sánchez Salazar
Fineco	Vega	San Emeterio
GVC Gaesco Beka	Rafael	Bonardell
GVC Gaesco Beka	Rafael	Fernández de Heredia
GVC Gaesco Beka	Víctor	Peiro
GVC Gaesco Beka	Iñigo	Recio Pascual
GVC Gaesco Beka	Sonia	Ruiz de Garibay
GVC Gaesco Beka	Eduardo	García
Haitong Bank	Juan Carlos	Calvo Mateos
HSBC	Pablo	Cuadrado Tordera
Intermoney Valores	Elena	Fernández López
Intermoney Valores	Esther	Martín
Intermoney Valores	Alvaro	Navarro
Intermoney Valores	Antonio	Pausa Rodríguez
Intermoney Valores	Virginia	Pérez Repes
Intermoney Valores	Alejandro	Refojo
JB Capital Markets	Daniel	Gandoy
JB Capital Markets	Germán	García Bou
JB Capital Markets	León	Izuzquiza
JB Capital Markets	Fabián	Lares
JB Capital Markets	Ignacio	Ortiz de Mendivil
JB Capital Markets	María	Tristán

Anexo V: Analistas financieros invitados a participar en la primera ronda del estudio Delphi

Empresa	Nombre	Apellido
JP Morgan Securities	Javier	Garrido
Kepler Cheuvreux	Natalia	Bobo Bjork
Kepler Cheuvreux	Javier	Borrachero Kieselack
Kepler Cheuvreux	Javier	Campos Clavero
Kepler Cheuvreux	Iñigo	Egusquiza Castellanos
Kepler Cheuvreux	Joaquín	Ferrer
Kepler Cheuvreux	José	Porta
Kutxabank Gestion	Aingeru	Sorarrain
Link Securities	Juan José	Fernández-Figares
Link Securities	Iñigo	Isardo
Link Securities	Paula	Sampedro
Mediobanca	Javier	Suarez Hernández
Mirabaud	Javier	Mielgo Miguel
Mirabaud	Miguel	Sánchez González
Mirabaud	Gonzalo	Sanz
Mirabaud	Enrique	Yaguez
Morgan Stanley	Alejandra	Pereda
N+1 Equities	Ana Isabel	Fuentes
N+1 Equities	Fernando	Lafuente Seseña
N+1 Equities	José Ramón	Ocina
Renta 4	Natalia	Aguirre
Renta 4	Iván	San Félix
Santander Investment	Pablo	Ayuso
Santander Investment	Fernando	Cordero Barrera
Santander Investment	Juan Ramón	Correas
Santander Investment	Bosco	Muguiro Eulate
Santander Investment	Joao	Safara Silva
Societe Generale	Víctor	Acitores
Societe Generale	Jorge	Alonso
Solventis	Manuel	González
Solventis	Marta	Traver
UBS	Bosco	Ojeda

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

Encuesta: La divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas no pertenecientes al sector financiero

Pág. 1.- Consideraciones previas

Divulgación

Por divulgación nos referimos a la emisión de información hacia el exterior de la compañía, en cumplimiento de la legislación española aplicable a las compañías cotizadas, y en base a las recomendaciones y normativa desarrollada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a tal efecto. Incluye también cualquier suministro de información de forma voluntaria en este ámbito, pero no incluye la divulgación de información demandada por otros organismos o entidades tales como clientes u organismos específicos para la inclusión en índices bursátiles.

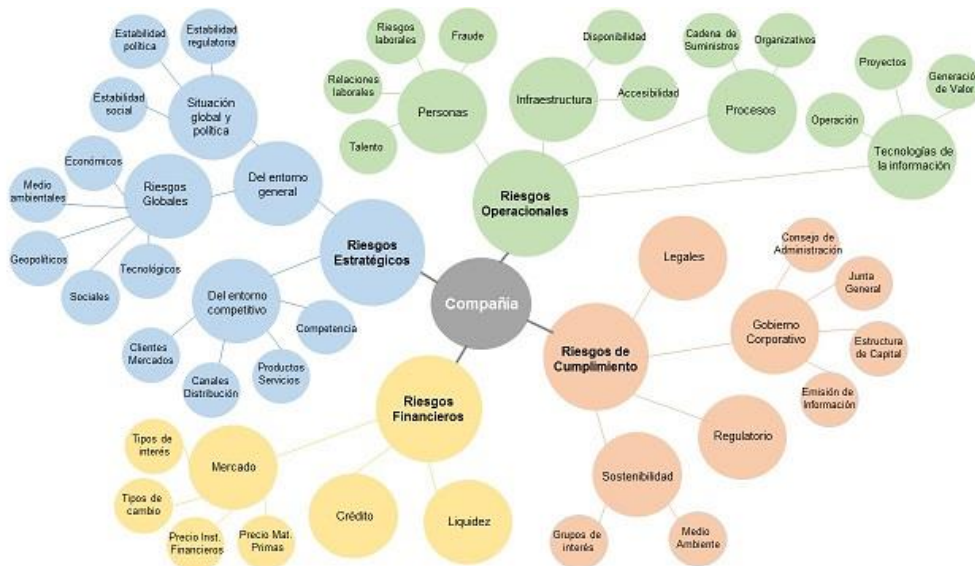
Objetivos de la investigación

1. Determinar las razones de las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero para divulgar información sobre riesgos, los beneficios potenciales de dicha divulgación y los argumentos en contra de la misma.
2. Analizar la utilización de las fuentes de información actualmente disponibles para los usuarios de la misma y la calidad de la información sobre riesgos que recogen.
3. Establecer los aspectos organizativos, corporativos y externos que propician la existencia de un régimen divulgativo robusto en las compañías cotizadas.
4. Evaluar el marco regulatorio español y desarrollar propuestas que permitan mejorar la divulgación de información sobre riesgos.

Ámbito de la investigación

Las empresas del sector financiero no están incluidas en este estudio.

Clasificación de riesgos utilizada en el presente cuestionario.

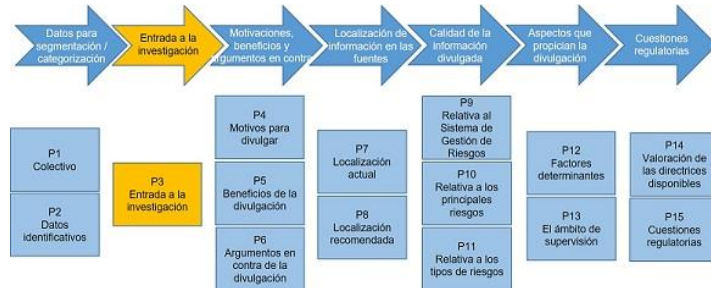


Pág. 2.- Mapa del Cuestionario

El cuestionario consta de 15 preguntas cerradas. Las dos primeras recogen los datos necesarios para la segmentación y categorización de las respuestas (P1 - P2), la siguiente es una pregunta de entrada a la investigación (P3), y a continuación hay 5 grupos de preguntas relativas a:

- Motivaciones, beneficios y argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos de las empresas cotizadas españolas: P4 - P5 - P6
- Localización de información sobre riesgos en las diversas fuentes disponibles: P7 - P8

- Calidad de la información sobre riesgos divulgada por las empresas cotizadas españolas: P9 - P10 - P11
- Características organizativas, corporativas y externas que propician la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas: P12 - P13
- Cuestiones regulatorias: P14 - P15



Pág. 3.- Datos para la segmentación y categorización de las respuestas

Preg.1.- Colectivo al que pertenece

- (* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción)

- Académico
 Analistas Financieros / Servicios de Inversión
 Empresa Cotizada

Empresa cotizada

- (* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción)

(* Contestar solo si :

han contestado a " 1. Colectivo al que pertenece " : "Empresa Cotizada" de la página "Datos para la segmentación y categorización de las respuestas" .)

- IBEX 35
 No IBEX 35

Sector (según la clasificación sectorial utilizada por BME Renta Variable)

- (* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción)

(* Contestar solo si: **han contestado a "** 1. Colectivo al que pertenece " : "Empresa Cotizada" de la página "Datos para la segmentación y categorización de las respuestas".)

- Petróleo y Energía
 Materiales Básicos, Industria y Construcción
 Bienes de Consumo
 Servicios de Consumo
 Tecnología y Telecomunicaciones

Preg.2.- Autorización para que sus datos identificativos (nombre, organización y cargo) sean publicados en el documento final de la Tesis Doctoral

- (* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción)

- Sí
 No

Datos identificativos

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Contestar solo si: **han contestado a "** 2. Autorización para que sus datos identificativos (nombre, organización y cargo) sean publicados en el documento final de la Tesis Doctoral" : "Sí" de la página "Datos para la segmentación y categorización de las respuestas" .)

Nombre: _____

Organización: _____

Cargo: _____

Pág. 4.- Entrada a la Investigación

Preg.3.- Es importante que las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero divulguen información relativa a los riesgos a los que están expuestas y a los sistemas de control y gestión de los mismos.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- 1. Totalmente de acuerdo
- 2. De acuerdo
- 3. Neutral
- 4. En desacuerdo
- 5. Totalmente en desacuerdo

Observaciones

Pág. 5.- Motivaciones, beneficios y argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos de las empresas cotizadas españolas

Preg.4.- Considerando los siguientes posibles motivos de las empresas para divulgar información sobre riesgos, marcar con un "1" el más importante, con un "2" el siguiente, y así sucesivamente.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

•Cumplir estrictamente con los requerimientos de información del regulador

Importancia relativa

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- Ser líder en materia de divulgación 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Emular a los competidores 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Demostrar el compromiso con la transparencia y el buen gobierno corporativo 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Satisfacer las necesidades de información de los proveedores de capital 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Satisfacer las necesidades de información de los grupos de interés 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Justificar unos posibles malos resultados 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
- Evitar posibles demandas judiciales futuras por ocultación de información 1
 2
 3
 4

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10

• Demostrar capacidad de gestión para cumplir el plan de negocio de la compañía

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10

Añadir **otro** motivo, si lo desea, indicando su importancia relativa dentro de la relación anterior

Observaciones

Preg.5.- Considerando los siguientes posibles beneficios de la divulgación de información sobre riesgos, marcar con un "1" el más importante, con un "2" el siguiente, y así sucesivamente.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

Importancia relativa

• Genera confianza entre los inversores al reducir la incertidumbre sobre el rendimiento futuro de la compañía

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9

• Aumenta el acceso de la compañía al mercado de capitales, incrementa la liquidez de las acciones y reduce el coste de capital

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9

• Legitima a la compañía al alinearse ésta con los objetivos de transparencia y buen gobierno demandados por la sociedad

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- Permite a los inversores tener un mejor conocimiento de la gestión de la compañía 9
 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
- Mejora la relación entre la compañía y sus grupos de interés 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
- Incrementa el valor de la compañía al demostrar que los riesgos no se materializan 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
- Genera mayor consenso entre los analistas financieros aumentando la confianza de los inversores 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
- Demuestra la eficacia de un sistema robusto de gestión de riesgos y oportunidades 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9

Añadir **otro** beneficio, si lo desea, indicando su importancia relativa dentro de la relación anterior.

Observaciones

Preg.6.- Indicar si los siguientes argumentos relativos a la divulgación de información sobre riesgos son ciertos y justifican la falta de divulgación por parte de las empresas españolas:

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

(* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción por fila)

	Totalmente de acuerdo	De acuerdo	Neutral	En desacuerdo	Totalmente en desacuerdo
•Debilita la posición competitiva de la empresa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Debilita la posición negociadora con proveedores, clientes o empleados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Establece un precedente sobre el nivel divulgativo de la compañía que puede ser difícil de mantener en el futuro	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Tiene un elevado coste de preparación	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La capacidad para hacer previsiones no siempre está disponible en la organización	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Es un mero ejercicio burocrático que no aporta valor	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La obligatoriedad de informar es de tipo genérico y no existe un marco de referencia que proporcione directrices claras sobre cómo debe hacerse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Pone en peligro el valor de la compañía al proyectar una imagen negativa de la misma	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Un error en las previsiones futuras pondrá en peligro la credibilidad, y potencialmente la continuidad, de los equipos gestores.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Las directrices de la CNMV para preparar información relativa a riesgos son insuficientes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- | | | | | | |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| •Las compañías no saben qué tipos de riesgos deben incluir en sus informes | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •La compañía no sufrirá ninguna consecuencia derivada de un cumplimiento parcial o superficial de la normativa vigente | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Añadir **otro** argumento si lo desea.

Observaciones

Pág. 6.- Localización de información sobre riesgos en las diversas fuentes disponibles

Preg.7.- Indicar, marcando con una "X", dónde considera que actualmente puede encontrar más información interesante relativa a los principales riesgos de una compañía cotizada así como sobre su sistema de control y gestión de riesgos. (Se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento	Sistema de Gestión de Riesgos
•En el Informe de Gestión	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe Anual de Gobierno Corporativo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe Integrado	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las cuentas anuales y la Memoria	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las reuniones entre analistas y equipo directivo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las presentaciones de resultados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- | | | | | | |
|------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| •En la Junta General | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •En la página web | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •En la información a la CNMV | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Añadir **otro** medio, si lo desea, indicando el tipo de información que recoge.

Observaciones

Preg.8.- Indicar, marcando con una "X", dónde considera que las compañías deberían incluir preferentemente la información relativa a sus principales riesgos así como sobre su sistema de control y gestión de riesgos. (Se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento	Sistema de Gestión de Riesgos
•En el Informe de Gestión	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe Anual de Gobierno Corporativo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe Integrado	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las cuentas anuales y la Memoria	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las reuniones entre analistas y equipo directivo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En las presentaciones de resultados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En la Junta General	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En la página web	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•En la información a la CNMV	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Añadir **otro** medio, si lo desea, indicando el tipo de información que debería recoger.

Observaciones

Pág. 7.- Calidad de la información sobre riesgos divulgada por las empresas cotizadas españolas

Preg.9.- Valorar de 1 a 5 la importancia que tiene que las empresas cotizadas informen sobre diferentes aspectos de sus sistemas de control y gestión de riesgos, desde "1" para "Muy importante" hasta "5" para "Nada importante".

Valorar de 1 a 5 la calidad con la que las empresas cotizadas informan actualmente sobre estos aspectos, desde "1" para indicar "Calidad Muy Alta" hasta "5" para indicar "Calidad Muy Baja".

Nota: Se entiende por información de baja calidad aquella que es genérica, con poco detalle, aplicable a cualquier compañía, poco útil o insuficiente.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

	Importancia	Calidad Actual
•Alcance del Sistema de Control y Gestión de riesgos	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Recursos asignados	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Órganos responsables de la supervisión	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Metodología utilizada	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Tipos de riesgos incluidos en el sistema	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Niveles de riesgo establecidos para cada tipo de riesgo	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral <input type="checkbox"/> 4. Poco importante <input type="checkbox"/> 5. Nada importante	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Mecanismos de control y tratamiento de cada tipo de riesgo	<input type="checkbox"/> 1. Muy importante <input type="checkbox"/> 2. Importante <input type="checkbox"/> 3. Neutral	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- | | | |
|---|---|--|
| | <input type="checkbox"/> 4. Poco importante | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Nada importante | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |
| •Cambios ocurridos en el sistema de gestión de riesgos durante el ejercicio y causas que los motivaron. | <input type="checkbox"/> 1. Muy importante | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta |
| | <input type="checkbox"/> 2. Importante | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media |
| | <input type="checkbox"/> 4. Poco importante | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Nada importante | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |
| •Nuevos riesgos que hayan aparecido durante el ejercicio y cómo se han incorporado al sistema de gestión de los mismos. | <input type="checkbox"/> 1. Muy importante | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta |
| | <input type="checkbox"/> 2. Importante | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media |
| | <input type="checkbox"/> 4. Poco importante | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Nada importante | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |
| •En general, sobre el Sistema de Control y Gestión de Riesgos | <input type="checkbox"/> 1. Muy importante | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta |
| | <input type="checkbox"/> 2. Importante | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Media |
| | <input type="checkbox"/> 4. Poco importante | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Nada importante | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |

Añadir **otro** aspecto, si lo desea, indicando su importancia y calidad actual.

Observaciones

Preg.10.- Valorar de 1 a 5 la calidad con la que las empresas cotizadas informan actualmente sobre cuestiones relativas a los diferentes tipos de riesgos de la compañía, desde "1" para indicar "Calidad Muy Alta" hasta "5" para indicar "Calidad Muy Baja".

Nota: Se entiende por información de baja calidad aquella que es genérica, con poco detalle, aplicable a cualquier compañía, poco útil o insuficiente.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
•Riesgos específicos de la compañía, relevantes en la actualidad y en el futuro próximo	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Priorización de los principales riesgos explicando las razones de dicha priorización	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Probabilidad de ocurrencia de los principales riesgos descritos	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja
•Impacto económico potencial de los principales riesgos	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja	<input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- | | | | | |
|--|--|--|--|--|
| •Otros impactos potenciales de los principales riesgos | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta |
| | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta |
| | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal |
| | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |
| •Riesgos que se han materializado en el ejercicio especificando cuál ha sido su impacto. | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta | <input type="checkbox"/> 1. Calidad Muy Alta |
| | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta | <input type="checkbox"/> 2. Calidad Alta |
| | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal | <input type="checkbox"/> 3. Calidad Normal |
| | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja | <input type="checkbox"/> 4. Calidad Baja |
| | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja | <input type="checkbox"/> 5. Calidad Muy Baja |

Añadir **otra** cuestión, si lo desea, indicando su calidad actual.

Observaciones

Preg.11.- Indicar, en porcentaje con suma 100, el reparto aproximado de información divulgada actualmente por las empresas cotizadas españolas y el reparto considerado óptimo.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

- | | Reparto Actual | Reparto Óptimo |
|----------------------------------|--|--|
| Relativa a Riesgos Estratégicos | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% |
| Relativa a Riesgos Operacionales | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% |
| Relativa a Riesgos Financieros | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% | <input type="checkbox"/> 0%
<input type="checkbox"/> 10%
<input type="checkbox"/> 20%
<input type="checkbox"/> 30%
<input type="checkbox"/> 40%
<input type="checkbox"/> 50%
<input type="checkbox"/> 60%
<input type="checkbox"/> 70%
<input type="checkbox"/> 80%
<input type="checkbox"/> 90%
<input type="checkbox"/> 100% |

Relativa a Riesgos de Cumplimiento	<input type="checkbox"/> 0%	<input type="checkbox"/> 0%
	<input type="checkbox"/> 10%	<input type="checkbox"/> 10%
	<input type="checkbox"/> 20%	<input type="checkbox"/> 20%
	<input type="checkbox"/> 30%	<input type="checkbox"/> 30%
	<input type="checkbox"/> 40%	<input type="checkbox"/> 40%
	<input type="checkbox"/> 50%	<input type="checkbox"/> 50%
	<input type="checkbox"/> 60%	<input type="checkbox"/> 60%
	<input type="checkbox"/> 70%	<input type="checkbox"/> 70%
	<input type="checkbox"/> 80%	<input type="checkbox"/> 80%
	<input type="checkbox"/> 90%	<input type="checkbox"/> 90%
	<input type="checkbox"/> 100%	<input type="checkbox"/> 100%

Observaciones

Pág. 8.- Características organizativas, corporativas y externas que propician la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas

Preg.12.- Considerando los siguientes aspectos que pueden influir positivamente en el régimen divulgativo relativo a riesgos de las compañías cotizadas, marcar con un "1" el más importante, con un "2" el siguiente y así sucesivamente.

(* Esta pregunta es obligatoria)
 (* Marque una sola opción por grupo)

	Importancia relativa
•Compromiso del Equipo Directivo	<input type="checkbox"/> 1
	<input type="checkbox"/> 2
	<input type="checkbox"/> 3
	<input type="checkbox"/> 4
	<input type="checkbox"/> 5
	<input type="checkbox"/> 6
	<input type="checkbox"/> 7
	<input type="checkbox"/> 8
	<input type="checkbox"/> 9
	<input type="checkbox"/> 10
	<input type="checkbox"/> 11
	<input type="checkbox"/> 12
•Compromiso del Consejo de Administración	<input type="checkbox"/> 1
	<input type="checkbox"/> 2
	<input type="checkbox"/> 3
	<input type="checkbox"/> 4
	<input type="checkbox"/> 5
	<input type="checkbox"/> 6
	<input type="checkbox"/> 7
	<input type="checkbox"/> 8
	<input type="checkbox"/> 9
	<input type="checkbox"/> 10
	<input type="checkbox"/> 11
	<input type="checkbox"/> 12
•Disponer de una función específica de control y gestión de riesgos dentro de la organización	<input type="checkbox"/> 1
	<input type="checkbox"/> 2
	<input type="checkbox"/> 3
	<input type="checkbox"/> 4
	<input type="checkbox"/> 5

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12

- La presión de los inversores institucionales presentes en el capital
 - 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10
 - 11
 - 12

- La formación en materia de contabilidad, auditoria o gestión de riesgos de los miembros de la Comisión de Auditoría del Consejo
 - 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10
 - 11
 - 12

- La presión de los analistas financieros
 - 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10
 - 11
 - 12

- La presión de los proxy advisors
 - 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10
 - 11
 - 12

- Cotizar en mercados internacionales
 - 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

- 11
 12
 •El control de la CNMV, mediante su revisión del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno
 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
 11
 12

- El sector en el que opera la compañía (Nota: Sector financiero excluido)
 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
 11
 12

- La presión del Auditor Externo
 1
 2
 3
 4
 5
 6
 7
 8
 9
 10
 11
 12

Añadir **otro** condicionante, si lo desea, indicando su importancia relativa dentro de la relación anterior.

Observaciones

Preg.13.- Indicar, marcando con una "X", bajo que ámbito de responsabilidad del Consejo de Administración considera que debería estar la gestión y supervisión de los diferentes tipos de riesgos. (Se admiten opciones múltiples).
 (* Esta pregunta es obligatoria)

	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
•Auditoría y Control	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Cumplimiento	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- | | | | | |
|-------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| •Responsabilidad Social Corporativa | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Nombramientos | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Retribuciones | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Estrategia | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Ejecutiva Delegada | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Añadir **otra** Comisión, si lo desea, indicando el tipo de riesgos que debería supervisar.

Observaciones

Pág. 9.- Cuestiones regulatorias

Preg.14.- Valorar de 1 a 5 las directrices en materia de divulgación de riesgos disponibles en la legislación española o dictadas por la CNMV, según el tipo de riesgos, desde "1" para indicar que son "Totalmente suficientes" hasta "5" para indicar que son "Totalmente insuficientes" y necesitarían un desarrollo adicional.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

- | | |
|------------------|--|
| •Estratégicos | <input type="checkbox"/> 1. Totalmente suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 2. Suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral |
| | <input type="checkbox"/> 4. Insuficientes |
| | <input type="checkbox"/> 5. Totalmente insuficientes |
| •Operacionales | <input type="checkbox"/> 1. Totalmente suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 2. Suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral |
| | <input type="checkbox"/> 4. Insuficientes |
| | <input type="checkbox"/> 5. Totalmente insuficientes |
| •Financieros | <input type="checkbox"/> 1. Totalmente suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 2. Suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral |
| | <input type="checkbox"/> 4. Insuficientes |
| | <input type="checkbox"/> 5. Totalmente insuficientes |
| •De Cumplimiento | <input type="checkbox"/> 1. Totalmente suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 2. Suficientes |
| | <input type="checkbox"/> 3. Neutral |
| | <input type="checkbox"/> 4. Insuficientes |
| | <input type="checkbox"/> 5. Totalmente insuficientes |

Observaciones

Preg.15.- En relación a las directrices en materia de divulgación de riesgos incluidas en la legislación española, o dictadas por la CNMV se puede afirmar que:

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por fila)

	Totalmente de acuerdo	De acuerdo	Neutral	En desacuerdo	Totalmente en desacuerdo
•La legislación española debería proporcionar un marco de referencia para el sistema de gestión de riesgos de las compañías, COSO, ISO 31000 u otro, que sirviese de base para una divulgación de información homogénea y comparable entre las mismas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La legislación española debería establecer una clasificación única de riesgos para cada sector, consistente, aplicable para todas las compañías que operan en el mismo sector y válida para todos los ámbitos informativos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Un exceso de regulación sobre la divulgación de información relativa a riesgos alentaría las actitudes de mero cumplimiento reduciendo la divulgación a un ejercicio burocrático.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Dada la creciente preocupación por los riesgos no financieros, especialmente los estratégicos y operacionales, cabe esperar que en el futuro se desarrolle un estándar internacional de información sobre la materia, que tendrá que ser implantado en la	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Anexo VI: Cuestionario de la primera ronda

legislación española

- | | | | | | | |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| •Dada la naturaleza variada de los riesgos estratégicos y operacionales y su relación con el modelo de negocio de cada compañía, no es posible imponer por ley requerimientos de divulgación para este tipo de riesgos. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Cualquier directriz en este sentido debe proceder únicamente, en forma de Recomendación, del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •Otras legislaciones son más exigentes en materia de divulgación de riesgos y en consecuencia ésta tiene más calidad. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| •No es necesario ningún cambio legislativo en esta materia, las propias empresas deben regularse y divulgar la información que consideren conveniente. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Observaciones

Pág. 10.- Observaciones Adicionales

Espacio disponible para incluir cualquier observación adicional que considere necesaria

Pág. 11.- Cierre

Fin del Cuestionario

Muchas gracias por su colaboración

Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda

Encuesta: Ronda 2: La divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas no pertenecientes al sector financiero

Pág. 1.- Mapa del Cuestionario

El presente cuestionario consta de 28 preguntas principales, y otras 6 que se activarán en función de las respuestas dadas a algunas de las anteriores.

Las 28 preguntas principales se pueden agrupar en cuatro bloques:

1. Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos (P1 - P9)
2. Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos (P10 - P12)
3. Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información:
 - sobre los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos (P13 - P19)
 - sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías (P20 - P25)
 - sobre los riesgos materializados en el ejercicio (P26 - P27)

Estas recomendaciones girarán en torno al contenido de la información, a las directrices disponibles para su preparación, y a la ubicación de la información en los informes obligatorios y voluntarios.

4. Argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos (P28)

Pág. 2.- Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos

Preg.1.- ¿En qué estado considera que se encuentra la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas cotizadas españolas?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Está en un estado incipiente, en los próximos años experimentará cambios importantes como consecuencia de la necesidad de más información.
- Es una moda, producto de una época marcada por la crisis financiera global.
- Ha venido para quedarse, pero no evolucionará mucho más allá de su estado actual.

Observaciones

Preg.2.- ¿En qué horizonte temporal se producirán los posibles cambios en este ámbito?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Menos de dos años
- Entre dos y cinco años
- No habrá cambios

Observaciones

Preg.3.- ¿Qué colectivo cree que provocará el cambio hacia más calidad en la información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- El propio regulador español
- Una regulación internacional o comunitaria
- Los grupos de expertos que desarrollan recomendaciones de Gobierno Corporativo
- El mercado (inversores institucionales, analistas, proxy advisors, ...)
- Las propias empresas cotizadas
- Otro

Observaciones

3.1 ¿Qué colectivo considera que será el principal motor del cambio, demandando cada vez más calidad en la información relativa a riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

(* Contestar solo si: **han contestado a "3. ¿Qué colectivo cree que provocará el cambio hacia más calidad en la información sobre riesgos?": "El mercado (inversores institucionales, analistas, proxy advisors, ...)" de la página "Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos".)**

- Los analistas financieros
- Los proxy advisors
- Los inversores institucionales
- Los grupos de interés
- Todos por igual
- Otro

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a "3. ¿Qué colectivo cree que provocará el cambio hacia más calidad en la información sobre riesgos?": "El mercado (inversores institucionales, analistas, proxy advisors, ...)" de la página "Expectativas para los próximos años relativas a la divulgación de información sobre riesgos".)**

Preg.4.- ¿Considera factible que estos requerimientos de más información se pongan de manifiesto de alguna de las siguientes maneras?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por fila)

Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda

	Sí, probablemente	No, no lo creo
Las empresas que no informen adecuadamente se verán afectadas negativamente en las recomendaciones realizadas por los analistas.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Las empresas que no informen adecuadamente verán rebajada su valoración crediticia.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Cabe esperar que en las reuniones entre analistas y equipos directivos se susciten más preguntas relativas a riesgos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Los proxy advisors incluirán el grado de transparencia en esta materia entre las directrices que utilizan para elaborar recomendaciones de voto.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La calidad de la información sobre riesgos será un factor que se tendrá en cuenta para realizar Inversiones Responsables (Environment, Social and Governance).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Clientes y proveedores demandarán esta información para tomar decisiones de adjudicar y participar respectivamente en licitaciones de contratos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

Preg.5.- ¿Considera que en los próximos años cambiará el enfoque de la información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- No, seguirá como hasta ahora, centrada en los sistemas de control y gestión, en los riesgos a los que se enfrenta la compañía y en los riesgos materializados.
- Sí, se centrará fundamentalmente en los sistemas de control y gestión de riesgos, ya que lo importante no son los riesgos a los que se enfrenta la compañía, que pueden ser muchos y variados, sino su capacidad para gestionarlos.

Observaciones

Preg. 6.- ¿Cuál cree que será la contribución del regulador para mejorar la información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda

- Desarrollará directrices más claras y completas, y las incluirá en la legislación española.
- Desarrollará directrices más claras y completas, y las incluirá como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.
- Elaborará nuevas guías, o desarrollará las ya existentes, pero con un carácter meramente informativo o didáctico.
- No creo que el regulador desarrolle más esta materia.
- Otra _____

Observaciones

Preg.7.- ¿Cuál cree que debería ser la contribución del regulador para mejorar la información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Desarrollar directrices más claras y completas, e incluirlas en la legislación española.
- Desarrollar directrices más claras y completas, e incluirlas como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.
- Elaborar nuevas guías, o desarrollar las ya existentes, pero con un carácter meramente informativo o didáctico.
- No creo que el regulador deba desarrollar más esta materia.
- Otra _____

Observaciones

Preg.8.- ¿Cree que las sociedades cotizadas están preparadas para atender crecientes necesidades de información en este área?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Sí, la mayoría de las compañías tienen una función de control y gestión de riesgos dentro de la organización que es la clave para manejar esta información.
- No, en muchos casos la función de control y gestión de riesgos es nominal y todavía les queda mucho camino por recorrer.

Observaciones

Preg.9.- ¿Cómo cree que reaccionarán las compañías ante el previsible incremento de las necesidades de información?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Todas las compañías tendrán que adaptarse igualmente a los nuevos requerimientos.
- No es realista esperar el mismo nivel de cumplimiento entre empresas grandes con alta visibilidad y disponibilidad de recursos, frente a otras más pequeñas con recursos más limitados.

Observaciones

Pág. 3.- Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos

Preg.10.- En general ¿cuál cree que es el nivel de presión que ejercen actualmente los siguientes colectivos para que el nivel divulgativo de las compañías en materia de riesgos sea adecuado en cantidad y calidad?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción por fila)

	Insuficiente	Mejorable	Adecuado
•El Consejo de Administración	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•El Equipo Directivo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Los inversores institucionales presentes en el capital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La CNMV	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Los proxy advisors	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•El Auditor Externo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Los analistas financieros	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•Los grupos de interés	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

Preg.11.- ¿Considera que la asignación de la supervisión de los diferentes tipos de riesgos a una comisión u otra del Consejo de Administración puede marcar una diferencia significativa en la calidad y cantidad de información divulgada al exterior?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

11.1 ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

(* Contestar solo si: **han contestado a "11. ¿Considera que la asignación de la supervisión de los diferentes tipos de riesgos a una comisión u otra del Consejo de Administración puede marcar una diferencia significativa en la calidad y cantidad de información divulgada al exterior?": "Sí"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)

- La misma comisión para todos los tipos de riesgos
- Diferentes comisiones según el tipo de riesgo

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a "11. ¿Considera que la asignación de la supervisión de los diferentes tipos de riesgos a una comisión u otra del Consejo de Administración puede marcar una diferencia significativa en la calidad y cantidad de información divulgada al exterior?": "Sí"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)

11.1.1 ¿Qué comisión debería ser ésta?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

(* Contestar solo si: **han contestado a "11.1 ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?": "La misma comisión para todos los tipos de riesgos"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)

- Auditoría y Control
- Ejecutiva Delegada (si existe)
- Responsabilidad Social Corporativa (si existe)
- Gobierno Corporativo (si existe)
- Otra _____

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a "11.1 ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?" : "La misma comisión para todos los tipos de riesgos"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)

11.1.2 ¿Cuáles deberían ser éstas?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción por fila)

(* Contestar solo si: **han contestado a "11.1 ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?." : "Diferentes comisiones según el tipo de riesgo"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)

Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda

	Auditoría y Control	Ejecutiva Delegada	Responsabilidad Social Corporativa	Gobierno Corporativo
Riesgos estratégicos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos operacionales	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos financieros	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos de cumplimiento	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a "11.1 ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?." : "Diferentes comisiones según el tipo de riesgo" de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a los factores que influyen en la divulgación de información sobre riesgos" .)**

Preg.12.- En un escenario de mayor exigencia en la información sobre riesgos, ¿cuál tendría que ser el papel del regulador en el control de la calidad y cantidad de ésta?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- El regulador tan solo debería vigilar que se completen los apartados correspondientes en los informes obligatorios y hacer valoraciones de tipo general, sin señalar específicamente a las compañías que lo hagan mejor o peor.
- El regulador debería controlar el grado de cumplimiento de cada compañía, incluyéndolo en sus informes anuales de gobierno corporativo, del mismo modo que hoy en día hace con otras cuestiones de gobierno corporativo, o con el seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno.
- Otro

Observaciones

Pág. 4.- Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos

Preg.13.- ¿Considera que el actual formato y requerimientos del apartado "E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos" del Informe Anual de Gobierno Corporativo, es suficiente para tener una comprensión adecuada del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de una compañía?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

13.1 Con objeto de proporcionar una visión adecuada del sistema de control y gestión de riesgos de una compañía ¿Que elementos básicos de dicho sistema deberían describirse en la información obligatoria? (se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Contestar solo si: **han contestado a** "13. ¿Considera que el actual formato y requerimientos del apartado "E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos" del Informe Anual de Gobierno Corporativo, es suficiente para tener una comprensión adecuada del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de una compañía? " : "No" de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos" .)

- Alcance del sistema
- Política General de Control y Gestión de Riesgos de la Compañía
- Otras políticas específicas de Control y Gestión de Riesgos
- Órganos responsables de la supervisión
- Tipos de riesgos incluidos en el sistema
- Criterios para evaluar la importancia de cada tipo de riesgo
- Mecanismos de control y tratamiento de cada tipo de riesgo
- Nuevos riesgos que hayan aparecido durante el ejercicio y cómo se han incorporado al sistema de gestión de los mismos.
- Otro _____

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a** "13. ¿Considera que el actual formato y requerimientos del apartado "E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos" del Informe Anual de Gobierno Corporativo, es suficiente para tener una comprensión adecuada del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de una compañía? " : "No" de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos" .)

Preg.14.- ¿Considera que la existencia de un marco de referencia para el sistema de gestión de riesgos de las compañías, bien COSO II, ISO 31000 u otro, mejoraría la calidad de la información sobre esta materia, ya que las compañías tendrían directrices sobre qué información hay que incluir en cada sección?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.15.- ¿Considera que si existiese la posibilidad de certificar los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos en base a una Norma / Estándar, mejoraría la calidad de la información que proporcionan las compañías sobre esta materia?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.16. - Dado que actualmente no es posible la certificación de los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos en base a una Norma / Estándar ¿considera que los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos deberían ser auditados?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.17.- ¿Considera que la información relativa al Sistema de Control y Gestión de Riesgos debe ir obligatoriamente ligada a la información relativa a los riesgos materializados en el ejercicio?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.18.- Si nos centramos estrictamente en los elementos y características del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de la compañía, obviando la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio, ¿en qué informe, de carácter obligatorio, considera que las compañías deberían incluir la información relativa a dichos sistemas?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- En el Informe de Gestión
- En el Informe Anual de Gobierno Corporativo
- En ambos
- En un nuevo informe obligatorio específico para esta materia

Observaciones

Preg.19.- Si nos centramos estrictamente en los elementos y características del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de la compañía, obviando la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio, ¿en qué informe, de carácter voluntario, considera que las compañías deberían incluir la información relativa a dichos sistemas?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa
- En el Informe Integrado
- En ambos
- En ninguno de ellos, dado que ya estará incluida en uno de los informes obligatorios

Observaciones

Pág. 5.- Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías

Preg.20.- ¿Considera que, con objeto de conseguir que la información sobre riesgos fuese más clara, homogénea y comparable, el regulador debería proporcionar una guía para la clasificación de riesgos, y que ésta debería ser utilizada obligatoriamente por las compañías en sus categorizaciones y descripciones de riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.21.- ¿Considera que el regulador debería establecer directrices específicas que incluyesen la obligatoriedad de informar sobre diferentes tipos de riesgos, más allá de los riesgos financieros?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.22.- ¿Considera que el regulador debería desarrollar una directriz por la que las siguientes cuestiones tendrían que incluirse obligatoriamente en la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por fila)

	Sí	No
-Riesgos específicos de la compañía, relevantes en la actualidad y en el futuro próximo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Priorización de los principales riesgos, explicando las razones de dicha priorización	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Probabilidad de ocurrencia de los principales riesgos descritos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Impacto económico potencial de los principales riesgos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Otros impactos potenciales de los principales riesgos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Mecanismos de control y tratamiento de los principales riesgos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Niveles de riesgo aceptados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Estrategias de mitigación en caso de materialización de los principales riesgos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

Preg.23.- ¿Considera que debería haber algún tipo de auditoria externa sobre la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
 No

Observaciones

Preg.24.- ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí, debería haber una directriz que indicase, para cada tipo de riesgo, el informe obligatorio en el que dicha información debería aparecer.
 No, cada compañía puede decidir dónde incluir la información requerida.

Anexo VII: Cuestionario de la segunda ronda

No, la directriz debería ser solo para indicar qué informe de carácter obligatorio debe recoger información sobre los principales riesgos a los que se enfrenta la compañía.

Observaciones

24.1 Indicar cuál sería la asignación idónea (se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Contestar solo si: **han contestado a** "24. ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?" : "Sí, debería haber una directriz que indicase, para cada tipo de riesgo, el informe obligatorio en el que dicha información debería aparecer." de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías" .)

	Cuentas Anuales y Memoria	Informe de Gestión	Informe Anual de Gobierno Corporativo	Otro
Riesgos estratégicos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos operacionales	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos financieros	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos de cumplimiento	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a** "24. ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?" : "Sí, debería haber una directriz que indicase, para cada tipo de riesgo, el informe obligatorio en el que dicha información debería aparecer." de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías" .)

24.2 Indicar qué informes obligatorios de los siguientes deberían recoger la información relativa a los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la compañía (se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Contestar solo si: **han contestado a** "24. ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?" : "No, la directriz debería ser solo para indicar qué informe de carácter obligatorio debe recoger información sobre los principales riesgos a los que se enfrenta la compañía." de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías" .)

- Las cuentas anuales y la Memoria
- El Informe de Gestión
- El Informe Anual de Gobierno Corporativo
- Otro _____

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a** "24. ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?" : "No, la directriz debería ser solo para indicar qué informe de carácter obligatorio debe recoger información sobre los

principales riesgos a los que se enfrenta la compañía." de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías" .)

Preg.25.- ¿Considera adecuado que la información relativa a riesgos se distribuya en diferentes informes de carácter voluntario, en función del tipo de riesgo?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Sí
 No

Observaciones

25.1 Indicar cuál sería la asignación idónea (se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Contestar solo si: **han contestado a "25. ¿Considera adecuado que la información relativa a riesgos se distribuya en diferentes informes de carácter voluntario, en función del tipo de riesgo?" : "Sí"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías".)

	Informe Integrado	Informe de Responsabilidad Social Corporativa	En ambos
Riesgos estratégicos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos operacionales	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos financieros	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Riesgos de cumplimiento	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

(* Contestar solo si: **han contestado a "25. ¿Considera adecuado que la información relativa a riesgos se distribuya en diferentes informes de carácter voluntario, en función del tipo de riesgo?" : "Sí"** de la página "Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las compañías".)

Pág. 6.- Desarrollo de recomendaciones relativas a la divulgación de información sobre los riesgos materializados en el ejercicio

Preg.26.- ¿Considera que la información relativa a los riesgos materializados en el ejercicio, por su naturaleza, es una información que debería aparecer de manera obligatoria en? (se admiten opciones múltiples):

(* Esta pregunta es obligatoria)

- Las cuentas anuales y la Memoria
 El Informe de Gestión

- El Informe Anual de Gobierno Corporativo
- Otro _____

Observaciones

Preg.27.- ¿Considera necesario que el regulador desarrolle una directriz que especifique que la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio debe ir acompañada de alguna de las siguientes cuestiones? (se admiten opciones múltiples)

(* Esta pregunta es obligatoria)

- Impacto económico
- Otros impactos
- Mecanismos de mitigación aplicados
- Otro _____

Observaciones

Pág. 7.- Argumentos en contra de la divulgación de información sobre riesgos

Preg.28.- Indicar si los siguientes argumentos relativos a la divulgación de información sobre riesgos son ciertos y justifican la falta de divulgación por parte de las empresas españolas:

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por fila)

	De acuerdo	En desacuerdo
•La compañía pierde la ventaja competitiva que supone tener una buena gestión de riesgos al exponer ante sus competidores su percepción del riesgo de determinadas actividades o proyectos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La compañía pierde la ventaja competitiva que supone tener una buena gestión de riesgos al exponer ante sus competidores las características de su sistema de gestión de riesgos.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La compañía empeora su posición competitiva si informa sobre sus riesgos potenciales ya que puede dar la impresión de que su perspectiva es peor que la de sus competidores.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
•La compañía empeora su posición negociadora con proveedores,	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

clientes o empleados al poner de manifiesto debilidades potenciales.

- Los costes de preparación de una buena información sobre riesgos son altos la primera vez que ésta se prepara.
- Los costes de preparación de una buena información sobre riesgos no se reducen en los años posteriores.
- Los beneficios derivados de la divulgación de información sobre riesgos no compensan los costes asociados a la preparación de la misma.
- Una disminución futura de la calidad o cantidad de información sobre riesgos divulgada será interpretada como un signo negativo.
- La materialización de riesgos no anticipados, o el fracaso en las estrategias de mitigación previstas, se atribuirán a la falta de capacidad de los equipos gestores, poniendo en peligro su credibilidad, y potencialmente su continuidad.

Pág. 8.- Observaciones Adicionales

Espacio disponible para incluir cualquier observación adicional que considere necesaria

Pág. 9.- Cierre

Fin del Cuestionario

Muchas gracias por su colaboración

Anexo VIII: Cuestionario de la tercera ronda

Encuesta: Ronda 3: La divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas no pertenecientes al sector financiero

Pág. 1.- Cuestionario

Preg.1.- En relación a las dos circunstancias descritas a continuación, ¿cuál de ellas considera que ocurrirá en primer lugar y generará un cambio en la información relativa a riesgos de las empresas cotizadas españolas?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- La implantación de una regulación internacional o comunitaria provocada por los requerimientos de los agentes del mercado internacional.
- Las crecientes demandas de los agentes del mercado español.

Observaciones

Preg.2. ¿Qué probabilidad atribuye a la posibilidad de que, en el futuro, las empresas que no informen adecuadamente sobre sus riesgos vean rebajada su valoración crediticia?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- Alta
- Media
- Baja

Observaciones

Preg.3. ¿Cuál debería ser el camino a seguir por el regulador español para implantar directrices más claras y completas que lleven a una mejora de la información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción)

- En primer lugar deberían desarrollarse como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, e incorporarse más tarde a la legislación española.
- Se deberían implantar directamente en la legislación española.
- Se deberían implantar exclusivamente como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

Observaciones

Preg.4. ¿Considera que los nuevos requerimientos relativos a los “riesgos de incorrección material de los estados financieros” que deben incluirse en las Cuestiones Clave del Informe de Auditoría, suponen un primer paso para implicar al Auditor Externo en los asuntos relativos a la divulgación de información sobre riesgos de la Compañía?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- No, esta iniciativa solo está relacionada con los SCIIF, la fiabilidad de los estados financieros y el ámbito típico de la Auditoría Externa.
- Sí, considero que en el futuro el Auditor Externo tendrá un papel importante en esta materia.

Observaciones

Preg.5. Si distinguimos entre los miembros de la Comisión de Auditoría y Control del Consejo de Administración, y el resto de miembros del Consejo, ¿cómo considera que es, en general, el nivel de implicación y compromiso de ambos colectivos con la calidad y cantidad de la divulgación de información sobre riesgos?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción por fila)

- | | Insuficiente | Adecuado |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| De la Comisión de Auditoría y Control | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Del resto de miembros del Consejo | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Observaciones

Preg.6. ¿Considera que la supervisión ejercida actualmente por la CNMV sobre la divulgación de información sobre riesgos es suficiente?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Sí, en el escenario actual de ausencia de directrices claras y completas, la CNMV realiza una supervisión ajustada a la normativa existente.
- No, a pesar de la falta de directrices claras y completas en esta materia, la CNMV podría ser más exigente, podría revisar la información suministrada y, si fuese necesario, solicitar detalles adicionales via “Requerimientos específicos de información”.

Observaciones

Preg.7. Dada la capacidad de los equipos directivos para influir en el régimen divulgativo de sus compañías, ¿qué medidas propone para que mejore su compromiso con este tema? (Respuesta voluntaria)

Preg.8. En un escenario de existencia de directrices claras y completas sobre la divulgación de información sobre riesgos, ¿cuál cree que debería ser el papel del Auditor Externo (aparte de su responsabilidad con las Cuentas Anuales)?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción por fila)

	De acuerdo	En desacuerdo
Verificar la existencia y correcto funcionamiento del Sistema de Gestión y Control de Riesgos de la compañía comparándolo con una norma o marco de referencia establecido.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verificar que el Informe de Gestión y el Informe Anual de Gobierno Corporativo contienen la información requerida por el regulador en materia de riesgos, pero sin hacer una valoración de dicha información.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verificar que el Informe de Gestión y el Informe Anual de Gobierno Corporativo contienen la información requerida por el regulador en materia de riesgos, valorando su contenido.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Observaciones

Preg.9. En relación a la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía, ¿considera importante disponer de una visión de conjunto de todos los riesgos de la compañía, y por tanto, que todos aparezcan en el mismo informe, independientemente del tipo de riesgo de que se trate?

(* Esta pregunta es obligatoria)
(* Marque una sola opción)

- Sí
- No

Observaciones

Preg.10. Considerando las siguientes premisas de partida:

- El Informe Anual de Gobierno Corporativo forma parte del Informe de Gestión.
- El Informe de Gestión tiene un apartado específico para información relativa a riesgos.
- Las Cuentas Anuales y la Memoria incluyen en todo caso la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio que hayan tenido impacto económico.

A continuación se presentan 5 propuestas de distribución de información sobre riesgos en los informes obligatorios. Se pide ordenarlas de 1 a 5, indicando con un "1" la que considere más adecuada, con un "2" la siguiente y así sucesivamente.

(* Esta pregunta es obligatoria)

(* Marque una sola opción por grupo)

Propuesta 1	<input type="checkbox"/>	1	<input type="checkbox"/>	2	<input type="checkbox"/>	3	<input type="checkbox"/>	4	<input type="checkbox"/>	5
Propuesta 2	<input type="checkbox"/>	1	<input type="checkbox"/>	2	<input type="checkbox"/>	3	<input type="checkbox"/>	4	<input type="checkbox"/>	5
Propuesta 3	<input type="checkbox"/>	1	<input type="checkbox"/>	2	<input type="checkbox"/>	3	<input type="checkbox"/>	4	<input type="checkbox"/>	5
Propuesta 4	<input type="checkbox"/>	1	<input type="checkbox"/>	2	<input type="checkbox"/>	3	<input type="checkbox"/>	4	<input type="checkbox"/>	5
Propuesta 5	<input type="checkbox"/>	1	<input type="checkbox"/>	2	<input type="checkbox"/>	3	<input type="checkbox"/>	4	<input type="checkbox"/>	5

Información relativa a :	Propuesta 1	Propuesta 2	Propuesta 3	Propuesta 4	Propuesta 5
Sistema de Gestión y Control de Riesgos	Nuevo informe específico sobre riesgos	IAGC	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG
Riesgos a los que se enfrenta la compañía	Nuevo informe específico sobre riesgos	Apartado de riesgos del IG	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG
Riesgos materializados en el ejercicio	Nuevo informe específico sobre riesgos	Apartado de riesgos del IG	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG

Observaciones

Espacio disponible para incluir cualquier observación adicional que considere necesaria

Fin del Cuestionario. Muchas gracias por su colaboración

Anexo IX: Carta de presentación de la primera ronda

Asunto: Participación en estudio Delphi

[TextoLibre] [Apellido1]:

Permítame que me presente, mi nombre es Ernesto Cilleruelo y soy Catedrático de la Escuela Técnica Superior de Ingeniería de Bilbao y Director del Departamento de Organización de Empresas de la Universidad del País Vasco. Actualmente, estoy dirigiendo una tesis doctoral relacionada con la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas cotizadas españolas, cuyo propósito consiste en analizar la realidad existente sobre esta materia y proponer un marco divulgativo capaz de satisfacer a todos los colectivos implicados.

Por este motivo me dirijo a usted para solicitarle su participación en el estudio Delphi que vamos a llevar a cabo como parte de nuestro trabajo investigador.

Su participación es personal, como profesional experto en la materia, y sus respuestas se considerarán propias, sin implicar ni representar de ningún modo a la organización en la que usted desarrolla su actividad profesional. Por otra parte, sus respuestas serán tratadas estadísticamente con las de los demás participantes.

Le estaría muy agradecido si pudiera colaborar con nosotros en esta iniciativa, cuyos resultados compartiremos con usted enviándole las conclusiones obtenidas.

A través del siguiente enlace [LinkEncuesta], podrá acceder al cuestionario de la primera ronda del estudio Delphi. Le ruego complete dicho cuestionario en el plazo de tres semanas (antes del 26 de febrero). Si lo desea, puede reenviar este enlace a otra persona; sin embargo, tenga en cuenta que solo es posible una respuesta por enlace.

Para cualquier comentario o aclaración, no dude en contactar conmigo. Agradeciendo muy sinceramente su colaboración, le saluda atentamente

Ernesto Cilleruelo (ernesto.cilleruelo@ehu.eus),
Escuela Técnica Superior de Ingeniería de Bilbao,
Departamento de Organización de Empresas,
Alameda Urquijo, S/N, 48013 Bilbao.

Anexo X: Cartas de anuncio y lanzamiento de la segunda ronda

Carta de anuncio de la segunda ronda

Asunto: Participación en Estudio Delphi

[TextoLibre] [Apellido1]:

Me complace ponerme en contacto con usted para anunciarle que ya hemos completado la primera ronda de nuestro estudio Delphi y estamos en condiciones de poner en marcha la segunda.

Antes de nada quiero agradecerle una vez más su colaboración y su valiosa aportación en esta primera ronda y comunicarle que, durante la misma, nuestro grupo de expertos, entre los que usted se encuentra, ha quedado formado por 28 personas, 5 pertenecientes al sector académico, 9 analistas financieros y 14 directores de auditoría interna de empresas cotizadas, 4 de ellas del IBEX 35.

Sin ánimo de hacer una descripción exhaustiva de los resultados de la ronda ya realizada, podemos avanzar que el grupo de expertos considera importante que las empresas cotizadas españolas divulguen información sobre riesgos, que dicha divulgación reporta beneficios a quien la lleva a cabo, pero que también existen argumentos en contra, si bien no todos los expertos coinciden en valorarlos como inconvenientes reales. Por otra parte, se identifica la necesidad de un cambio legislativo en esta materia, ya que las empresas no pueden divulgar solo la información que consideren conveniente, y que, de la misma manera que existen directrices específicas en relación a los riesgos financieros, también sería posible imponer por ley requerimientos para otros tipos de riesgos.

Esta ronda ha puesto de manifiesto la importancia de que las compañías informen sobre sus sistemas de control y gestión de riesgos, pero también indica que la calidad actual de dicha información no es la deseada por todos los colectivos. Asimismo, se evidencia que existe un desequilibrio entre la cantidad de información disponible relativa a riesgos financieros respecto a la de riesgos estratégicos, operacionales y de cumplimiento, y todos los expertos coinciden en demandar un incremento de la información relativa a este tipo de riesgos. Por último, la valoración de la calidad percibida de la información relativa a riesgos, tanto potenciales como materializados en el ejercicio, se sitúa entre media y baja.

Una vez realizado este diagnóstico de la situación actual, nos gustaría abordar la segunda ronda con un doble objetivo, por una parte recabar su opinión sobre lo que cabe esperar de la divulgación de información sobre riesgos en los próximos años, y por otra, su opinión sobre una serie de propuestas orientadas a mejorarla. Para ello, hemos preparado un nuevo cuestionario que consideramos más breve que el anterior, ya que, aunque consta de más preguntas, la gran mayoría de ellas son preguntas cortas que piden una sola respuesta.

Aun comprendiendo las fechas en las que nos encontramos, hemos querido contactar con usted para compartir en qué punto del proceso estamos y anunciarle que, a finales de la próxima semana, abriremos la segunda encuesta y le enviaremos el enlace para que pueda completarla en el plazo habitual de tres semanas.

Como siempre, estoy a su disposición para cualquier aclaración o comentario que considere necesario. Reitero nuestro más profundo agradecimiento y, en la confianza de seguir contando con su colaboración, le envío un cordial saludo.

ERNESTO CILLERUELO

Doctor Ingeniero Industrial / Catedrático de Universidad
Director del Departamento de Organización de Empresas
Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea

Carta de lanzamiento de la segunda ronda

Asunto: Participación en Estudio Delphi: Ronda 2

[TextoLibre] [Apellido1]:

Tal y como le anuncié hace unos días, hoy lanzamos la segunda ronda del estudio Delphi. Nuestro objetivo actual es recabar su opinión sobre lo que cabe esperar de la divulgación de información sobre riesgos en los próximos años, sobre una serie de propuestas orientadas a mejorarla, y sobre algunos aspectos que pueden ser utilizados como argumentos en contra de dicha divulgación.

Para ello, le adjunto el enlace que le permitirá acceder al cuestionario [LinkEncuesta]. Este cuestionario es más breve que el anterior, y aunque consta de más preguntas, la gran mayoría de ellas son preguntas cortas que piden una sola respuesta. Asimismo, contiene algunas preguntas que solo se activan en función de la respuesta dada a una anterior. Por otra parte, con objeto de que pueda compartir su opinión con nosotros de la manera más abierta posible, todas

las preguntas tienen un espacio libre denominado "Observaciones", que le animamos a utilizar, para que pueda incluir en él cualquier comentario que considere oportuno.

Como en nuestra primera ronda, le ruego complete dicho cuestionario en el plazo de tres semanas (antes del 14 de mayo).

Como siempre, estoy a su disposición para cualquier aclaración o comentario que considere necesario. Reitero nuestro más profundo agradecimiento y, en la confianza de seguir contando con su colaboración, le envío un cordial saludo.

ERNESTO CILLERUELO

Doctor Ingeniero Industrial / Catedrático de Universidad

Director del Departamento de Organización de Empresas

Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea

Anexo XI: Carta de lanzamiento de la tercera ronda

Asunto: Participación en Estudio Delphi

[TextoLibre] [Apellido1]:

En primer lugar, quiero agradecerle una vez más su participación en el estudio Delphi que estamos llevando a cabo, y me complace anunciarle que ya hemos completado la segunda ronda del mismo. Valoramos enormemente el tiempo que nos ha dedicado y apreciamos sus interesantes aportaciones, ya que tienen un gran valor para nosotros. Esperamos, asimismo, que, una vez elaboradas las conclusiones del estudio, éstas sean de interés para usted y para todos los participantes en el mismo.

Con objeto de completar nuestro trabajo hemos preparado una tercera y última ronda, muy breve, que consta de 10 preguntas cortas que piden solo una respuesta. Estimamos que no necesitará más de 5 o 10 minutos para finalizarla. Le estaría muy agradecido si pudiera colaborar una vez más con nosotros. Para ello, le adjunto el enlace que le permitirá acceder al cuestionario [LinkEncuesta] y le rogaría que lo completase en el plazo de 10 días, antes del 5 de julio.

Como siempre, estoy a su disposición para cualquier aclaración o comentario que considere necesario.

Reitero nuestro más profundo agradecimiento y, en la confianza de contar una vez más con su colaboración, le envío un cordial saludo.

ERNESTO CILLERUELO

Doctor Ingeniero Industrial / Catedrático de Universidad
Director del Departamento de Organización de Empresas
Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

	Totalmente de acuerdo	De acuerdo	Neutral	En desacuerdo	Totalmente en desacuerdo	Total
P3. Es importante que las empresas cotizadas españolas que no pertenecen al sector financiero divulguen información relativa a los riesgos a los que están expuestas y a los sistemas de control y gestión de los mismos.	20	8				28

Observaciones

Claramente más transparencia en riesgos mejora la estimación de los factores de riesgos que afectan a los diferentes grupos de interés, no ya sólo a accionistas o prestamistas.

Es información fundamental para un potencial inversor, accionista, proxi advisor u otro stakeholder.

Necesario para que exista transparencia que permita tomar decisiones adecuadas, es decir, para que no haya un problema de asimetría de información.

El problema subyacente no es que divulguen o no la información, sino que realmente utilicen internamente la gestión de riesgos en sus operaciones de negocio, y no se limiten a facilitar información elaborada ad hoc por temas regulatorios o modas.

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P4. Considerando los siguientes posibles motivos de las empresas para divulgar información sobre riesgos, marcar con un “1” el más importante, con un “2” el siguiente, y así sucesivamente.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
• Cumplir estrictamente con los requerimientos de información del regulador	4	5	4	5	5	2	1	1	1		28
• Ser líder en materia de divulgación	2			1	5	6	4	5	5		28
• Emular a los competidores		1	1	1	3	5	10	3	2	2	28
• Demostrar el compromiso con la transparencia y el buen gobierno corporativo	15	3	5	2	1		1			1	28
• Satisfacer las necesidades de información de los proveedores de capital	7	5	5	6	4			1			28
• Satisfacer las necesidades de información de los grupos de interés	5	7	6	5	3		1	1			28
• Justificar unos posibles malos resultados	1		2			3	5	5	11	1	28
• Evitar posibles demandas judiciales futuras por ocultación de información		1	3	1	4	5	4	8	1	1	28
• Demostrar capacidad de gestión para cumplir el plan de negocio de la compañía		7	3	5	3	6	2	1		1	28

Otros

Imagen corporativa

Mejorar la generación de negocio con clientes y para los proveedores

Observaciones

Dentro del 3, un grupo de interés muy especial son clientes y proveedores que verán simplificado el acceso a la info de la compañía, lo cual es positivo para el acceso a licitaciones públicas nacionales e internacionales y el escrutinio de organismos de calificación crediticia públicos o privados, entre otros.

La mayoría de las empresas creo que divulga porque lo pide un regulador, y da la información estrictamente necesaria.

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P5. Considerando los siguientes posibles beneficios de la divulgación de información sobre riesgos, marcar con un “1” el más importante, con un “2” el siguiente, y así sucesivamente.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
• Genera confianza entre los inversores al reducir la incertidumbre sobre el rendimiento futuro de la compañía	6	7	5	1	5	1	2		1		28
• Aumenta el acceso de la compañía al mercado de capitales, incrementa la liquidez de las acciones y reduce el coste de capital	2	1	5	7	1	5	5	2			28
• Legitima a la compañía al alinearse ésta con los objetivos de transparencia y buen gobierno demandados por la sociedad	9	6	4	1	3	2	1	2			28
• Permite a los inversores tener un mejor conocimiento de la gestión de la compañía	3	4	6	5	7	1		2			28
• Mejora la relación entre la compañía y sus grupos de interés	7	2	5	7	2		3	2			28
• Incrementa el valor de la compañía al demostrar que los riesgos no se materializan		1	1	1	2	3	7	9	4		28
• Genera mayor consenso entre los analistas financieros aumentando la confianza de los inversores	1	2	2	3	3	11	2	4			28
• Demuestra la eficacia de un sistema robusto de gestión de riesgos y oportunidades	3	7	3	2	3	2	4	4			28

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

Observaciones

La asunción de riesgos es un reflejo de la estrategia aprobada por el consejo y por los accionistas, por lo tanto la transparencia en la divulgación de los mismos refuerza la credibilidad del management especialmente si el desempeño genera valor a los accionistas.

Estoy parcialmente de acuerdo con el cuarto punto: "Incrementar el valor de la compañía", pero no porque demuestre que los riesgos no se materializan. Considero que se puede (y debe) divulgar información sobre riesgos, incluso si se materializan, no sólo en los Estados Financieros, sino que el Mercado debe conocer cómo se han gestionados los daños asociados a los riesgos materializados.

La repercusión de la información sobre riesgos puede que fuera mayor si esta fuera cuantitativa. Si se informase sobre el impacto potencial sobre resultados o patrimonio de los riesgos más relevantes de la empresa (así como de las políticas y medidas adoptadas para mitigarlos). Un tratamiento similar al que tienen los bancos para el riesgo de interés de la cartera de inversión.

Mejora la toma de decisiones (1).

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P6. Indicar si los siguientes argumentos relativos a la divulgación de información sobre riesgos son ciertos y justifican la falta de divulgación por parte de las empresas españolas:	Totalmente de acuerdo	De acuerdo	Neutral	En desacuerdo	Totalmente en desacuerdo	Total
• Debilita la posición competitiva de la empresa		2	6	12	8	28
• Debilita la posición negociadora con proveedores, clientes o empleados		3	7	10	8	28
• Establece un precedente sobre el nivel divulgativo de la compañía que puede ser difícil de mantener en el futuro	1	13	7	5	2	28
• Tiene un elevado coste de preparación	3	11	6	7	1	28
• La capacidad para hacer previsiones no siempre está disponible en la organización	3	5	7	9	4	28
• Es un mero ejercicio burocrático que no aporta valor			2	7	19	28
• La obligatoriedad de informar es de tipo genérico y no existe un marco de referencia que proporcione directrices claras sobre cómo debe hacerse	4	10	4	7	3	28
• Pone en peligro el valor de la compañía al proyectar una imagen negativa de la misma		1	2	12	13	28
• Un error en las previsiones futuras pondrá en peligro la credibilidad, y potencialmente la continuidad, de los equipos gestores.	2	7	9	8	2	28
• Las directrices de la CNMV para preparar información relativa a riesgos son insuficientes	5	9	13	1		28
• Las compañías no saben qué tipos de riesgos deben incluir en sus informes	2	5	9	9	3	28
• La compañía no sufrirá ninguna consecuencia derivada de un cumplimiento parcial o superficial de la normativa vigente	3	5	11	9		28

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

Observaciones

Incluso en situaciones de debilidad, la transparencia es positiva para los grupos de interés... el pánico de los inversores tiene su origen con mayor frecuencia en la incertidumbre sobre la naturaleza y la materialización de los riesgos que de los riesgos en si.

Si realmente se realiza una gestión de riesgos, la información ya está disponible internamente. En caso contrario la sociedad lo percibe como una burocracia impuesta que no añade valor lo cual indica un pobre nivel de gestión.

Tiene un elevado coste reportar riesgos, solo si se quiere hacer bien y ser riguroso. Si no, es fácil y barato.

Es necesario un marco normativo que obligue a informar sobre los riesgos más importantes a los que se enfrenta la empresa. Que cuantifique su impacto y que obligue a divulgar políticas de mitigación. Es imprescindible que esta información sea obligatoria y esté auditada, para darle legitimidad de cara al exterior.

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P7. Indicar, marcando con una "X", dónde considera que actualmente puede encontrar más información interesante relativa a los principales riesgos de una compañía cotizada así como sobre su sistema de control y gestión de riesgos.	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento	Sistema de Gestión de Riesgos
• En el Informe de Gestión	15	18	22	6	9
• En el Informe Anual de Gobierno Corporativo	13	12	14	25	19
• En el Informe Integrado	13	15	15	16	16
• En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa	15	7	6	23	15
• En las cuentas anuales y la Memoria	6	9	25	10	7
• En las reuniones entre analistas y equipo directivo	24	12	19	7	9
• En las presentaciones de resultados	14	13	21	6	2
• En la Junta General	19	6	16	9	5
• En la página web	11	7	14	16	12
• En la información a la CNMV	9	9	21	19	15

Observaciones

Las respuestas a "Página web" e "información a la CNMV" se han dado considerando que, en ambos casos, se incluye la información de los puntos anteriores.

En la CNMV por supuesto, porque toda la información anterior, en las sociedades cotizadas, va al regulador. Además de los financieros. En las presentaciones de resultados se debería informar más de otro tipo de riesgos, además de los financieros.

Memoria de prevención penal: Recoge la gestión de riesgos cuya materialización pudiera derivar en la imputación penal de la persona jurídica

Las tres últimas categorías se solapan con el resto

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P8. Indicar, marcando con una “X”, dónde considera que las compañías deberían incluir preferentemente la información relativa a sus principales riesgos así como sobre su sistema de control y gestión de riesgos.	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento	Sistema de Gestión de Riesgos
• En el Informe de Gestión	16	17	21	15	20
• En el Informe Anual de Gobierno Corporativo	9	9	11	21	20
• En el Informe Integrado	17	17	20	20	21
• En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa	14	7	6	21	17
• En las cuentas anuales y la Memoria	13	13	26	12	13
• En las reuniones entre analistas y equipo directivo	23	17	22	10	15
• En las presentaciones de resultados	19	14	23	7	10
• En la Junta General	20	9	16	10	15
• En la página web	16	14	18	18	17
• En la información a la CNMV	16	17	23	20	21

Observaciones

En mi opinión, el Sistema de Gestión de Riesgos debería ser objeto de un informe público específico y reglado.

No obstante, el nivel de detalle de la información facilitada no debería perjudicar a la Compañía otorgando una ventaja tanto a sus competidores como a los proveedores y clientes

La página web también creo que debería recoger más información sobre riesgos, directamente, no solo a través de la información financiera recopilada de la sociedad

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P9. Valorar de 1 a 5 la importancia que tiene que las empresas cotizadas informen sobre diferentes aspectos de sus sistemas de control y gestión de riesgos, desde "1" para "Muy importante" hasta "5" para "Nada importante".

Valorar de 1 a 5 la calidad con la que las empresas cotizadas informan actualmente sobre estos aspectos, desde "1" para indicar "Calidad Muy Alta" hasta "5" para indicar "Calidad Muy Baja".

Nota: Se entiende por información de baja calidad aquella que es genérica, con poco detalle, aplicable a cualquier compañía, poco útil o insuficiente.

	Importancia						Calidad					
	1	2	3	4	5	Total	1	2	3	4	5	Total
• Alcance del Sistema de Control y Gestión de riesgos	16	11	1			28	1	6	10	8	3	28
• Recursos asignados	2	11	9	6		28			6	13	9	28
• Órganos responsables de la supervisión	11	14	3			28	4	8	11	3	2	28
• Metodología utilizada	7	15	6			28		4	10	7	7	28
• Tipos de riesgos incluidos en el sistema	14	14				28	1	11	10	5	1	28
• Niveles de riesgo establecidos para cada tipo de riesgo	7	12	9			28		5	7	10	6	28
• Mecanismos de control y tratamiento de cada tipo de riesgo	10	16	2			28	1	2	9	11	5	28
• Cambios ocurridos en el sistema de gestión de riesgos durante el ejercicio y causas que los motivaron	4	13	11			28		2	13	8	5	28
• Nuevos riesgos que hayan aparecido durante el ejercicio y cómo se han incorporado al sistema de gestión de los mismos	9	16	3			28		4	9	9	6	28
• En general, sobre el Sistema de Control y Gestión de Riesgos	11	17				28	2	3	14	8	1	28

Observaciones

Los niveles de riesgo para cada riesgo es una información interna de gestión de la Compañía. Facilitar esta información podría suponer una desventaja competitiva.

Creo que una de las preguntas más incómodas para las sociedades es la nº E5 del IAGC, ¿qué riesgos se han materializado en el ejercicio? Y la vuelta de tornillo es que impacto han tenido. Es una información interna que no gusta divulgar por motivos obvios.

Demasiada información narrativa y poca cuantitativa. Debería informarse sobre los riesgos importantes

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P10. Valorar de 1 a 5 la calidad con la que las empresas cotizadas informan actualmente sobre cuestiones relativas a los diferentes tipos de riesgos de la compañía, desde "1" para indicar "Calidad Muy Alta" hasta "5" para indicar "Calidad Muy Baja".	Estratégicos					Operacionales					Financieros					De Cumplimiento				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	• Riesgos específicos de la compañía, relevantes en la actualidad y en el futuro próximo		5	13	8	2	1	4	13	7	3	1	16	9	1	1	1	6	13	6
• Priorización de los principales riesgos explicando las razones de dicha priorización		3	10	10	5		2	9	12	5	1	6	11	7	3		4	10	9	5
• Probabilidad de ocurrencia de los principales riesgos descritos			9	11	8			9	11	8			11	11	6			11	10	7
• Impacto económico potencial de los principales riesgos		1	6	10	11		1	7	10	10	1	3	8	10	6	1		9	10	8
• Otros impactos potenciales de los principales riesgos		2	5	11	10		1	7	10	10		2	10	9	7		2	8	10	8
• Riesgos que se han materializado en el ejercicio especificando cuál ha sido su impacto		5	10	7	6		4	13	5	6	1	9	11	5	2		3	14	6	5

Observaciones

La conclusión es que se da mucha más información de los riesgos financieros, y a veces un riesgo estratégico o de cumplimiento suele ser mucho más importantes que los financieros.

Esta pregunta es muy relativa ya que la información que suministran las empresas cotizadas es muy desigual y por lo tanto no se puede generalizar. Para poder contestar esta pregunta sería necesario haber leído al menos 50 informes diferentes

Da la impresión de que la información sobre riesgos cambia cuando cambia el auditor de cuentas, más que cuando se materializan nuevos riesgos.

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P11. Indicar, en porcentaje con suma 100, el reparto aproximado de información divulgada actualmente por las empresas cotizadas españolas y el reparto considerado óptimo.

	Actual											Optimo										
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Relativa a Riesgos Estratégicos	2	13	5	6	1	1							2	11	13	1				1		
Relativa a Riesgos Operacionales	3	9	8	6			1	1					1	13	12		1			1		
Relativa a Riesgos Financieros		1	2	6	3	5	6	3	1	1				7	16	3		1		1		
Relativa a Riesgos de Cumplimiento	2	13	9	1	1	1				1			5	13	7	2				1		

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P12. Considerando los siguientes aspectos que pueden influir positivamente en el régimen divulgativo relativo a riesgos de las compañías cotizadas, marcar con un “1” el más importante, con un “2” el siguiente y así sucesivamente.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Total
• Compromiso del Equipo Directivo	5	10	5		2	4				1		1	28
• Compromiso del Consejo de Administración	15	7		2			2	1		1			28
• Disponer de una función específica de control y gestión de riesgos dentro de la organización	4	1	8	4	2	1	3	1	3	1			28
• La presión de los inversores institucionales presentes en el capital	5	2	3	2	3	7	2	1	1	1	1		28
• La formación en materia de contabilidad, auditoría o gestión de riesgos de los miembros de la Comisión de Auditoría del Consejo	1	1	2	7	3	1	1	2	3	3	4		28
• La presión de los analistas financieros	1	2		2	3	6	6	3	2	2	1		28
• La presión de los proxy advisors	2	2	3	1	2	1	5	4	2	2	3	1	28
• Cotizar en mercados internacionales	3	3	4	4	1	4	2	4	2	1			28
• El control de la CNMV, mediante su revisión del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno	2	4	1	2	6	2	1	3	4	1	2		28
• El sector en el que opera la compañía (Nota: Sector financiero excluido)		2	5		1		1	5	2	5	7		28
• La presión del Auditor Externo		1	1	4	3	1	2		5	5	4	2	28

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P13. Indicar, marcando con una "X", bajo que ámbito de responsabilidad del Consejo de Administración considera que debería estar la gestión y supervisión de los diferentes tipos de riesgos.	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
• Auditoría y Control	15	22	25	24
• Cumplimiento	2	3	3	28
• Responsabilidad Social Corporativa	17	11	8	25
• Nombramientos	9	6	5	18
• Retribuciones	8	10	8	16
• Estrategia	28	10	12	9
• Ejecutiva Delegada	25	26	24	18

Observaciones

Comisión de Riesgos específica, que debería supervisarlos todos.

Nombramientos y retribuciones no deberían tener la supervisión de ninguno de esos riesgos. Los he marcado porque no me deja avanzar sin marcar.

La comisión de nombramiento y retribuciones no suele estar involucrada en la gestión de riesgos

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P14. Valorar de 1 a 5 las directrices en materia de divulgación de riesgos disponibles en la legislación española o dictadas por la CNMV, según el tipo de riesgos, desde "1" para indicar que son "Totalmente suficientes" hasta "5" para indicar que son "Totalmente insuficientes" y necesitarían un desarrollo adicional.	Totalmente suficiente	Suficiente	Neutral	Insuficiente	Totalmente insuficiente	Total
• Estratégicos -		2	7	14	5	28
• Operacionales -		5	6	13	4	28
• Financieros -	3	11	6	7	1	28
• De Cumplimiento -	1	9	6	10	2	28

Observaciones

Insuficientes y contradictorias entre sí.

Solo recalcaría que se divulguen más las consecuencias de la materialización de los riesgos

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

P15. En relación a las directrices en materia de divulgación de riesgos incluidas en la legislación española o dictadas por la CNMV se puede afirmar que:	Totalmente de acuerdo	De acuerdo	Neutral	En desacuerdo	Totalmente en desacuerdo	Total
• La legislación española debería proporcionar un marco de referencia para el sistema de gestión de riesgos de las compañías, COSO, ISO 31000 u otro, que sirviese de base para una divulgación de información homogénea y comparable entre las mismas.	11	13	2	0	2	28
• La legislación española debería establecer una clasificación única de riesgos para cada sector, consistente, aplicable para todas las compañías que operan en el mismo sector y válida para todos los ámbitos informativos.	5	6	7	8	2	28
• Un exceso de regulación sobre la divulgación de información relativa a riesgos alentaría las actitudes de mero cumplimiento reduciendo la divulgación a un ejercicio burocrático.	6	11	4	6	1	28
• Dada la creciente preocupación por los riesgos no financieros, especialmente los estratégicos y operacionales, cabe esperar que en el futuro se desarrolle un estándar internacional de información sobre la materia, que tendrá que ser implantado en la legislación española.	6	13	8	1		28
• Dada la naturaleza variada de los riesgos estratégicos y operacionales y su relación con el modelo de negocio de cada compañía, no es posible imponer por ley requerimientos de divulgación para este tipo de riesgos.	3	4	5	14	2	28
• Cualquier directriz en este sentido debe proceder únicamente, en forma de Recomendación, del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.	3	6	6	12	1	28
• Otras legislaciones son más exigentes en materia de divulgación de riesgos y en consecuencia ésta tiene más calidad.	3	7	16	2		28
• No es necesario ningún cambio legislativo en esta materia, las propias empresas deben regularse y divulgar la información que consideren conveniente.		2	1	14	11	28

Anexo XII: Resultados de la primera ronda

Observaciones

Honestamente, ya hay bastante la regulación completamente innecesaria y que se cumple de un modo automática. Cada empresa debe hacer un ejercicio crítico y hacer público lo que considere oportuno. Ya vendrá el mercado y le pondrá en su sitio...

Observaciones adicionales

La transparencia, regulación y homogeneización de los sistemas de gestión de riesgos en empresas no financieras, y sobre todo, su ampliación fuera del tradicional ámbito financiero, es una tendencia imparable que además contribuirá a una mejor asignación de los recursos económicos y no económicos entre los grupos de interés de las organizaciones. Tendencias recientes como la inversión socialmente responsable (ESG) no son sino reflejo de una demanda de información que si no es atendida y regulada por los entes públicos encontrará su nicho en el sector privado.

Creo que la divulgación de la gestión de riesgos de una sociedad es muy importante por muchas razones expuestas y nos queda mucho por mejorar en este campo en España. Muchas gracias.

La información sobre riesgos no debe convertirse en un requisito adicional de cumplimiento. Debe regularse de forma que resulte de interés para los stakeholders de la empresa, en su proceso de toma de decisiones

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P1: ¿En qué estado considera que se encuentra la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas cotizadas españolas?	#
• Está en un estado incipiente, en los próximos años experimentará cambios importantes como consecuencia de la necesidad de más información.	22
• Es una moda, producto de una época marcada por la crisis financiera global.	
• Ha venido para quedarse, pero no evolucionará mucho más allá de su estado actual.	1
P2: ¿En qué horizonte temporal se producirán los posibles cambios en este ámbito?	#
• Menos de dos años	3
• Entre dos y cinco años	19
• No habrá cambios	1
P3: ¿Qué colectivo cree que provocará el cambio hacia más calidad en la información sobre riesgos?	#
• El propio regulador español	1
• Una regulación internacional o comunitaria	12
• Los grupos de expertos que desarrollan recomendaciones de Gobierno Corporativo	2
• El mercado (inversores institucionales, analistas, proxy advisors, ...)	8
• Las propias empresas cotizadas	
P3.1: En caso de responder “El mercado”, ¿Qué colectivo considera que será el principal motor del cambio, demandando cada vez más calidad en la información relativa a riesgos?	#
• Los analistas financieros	-
• Los proxy advisors	-
• Los inversores institucionales	4
• Los grupos de interés	1
• Todos por igual	3

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P4: ¿Considera factible que estos requerimientos de más información se pongan de manifiesto de alguna de las siguientes maneras?	SI	NO
• Las empresas que no informen adecuadamente se verán afectadas negativamente en las recomendaciones realizadas por los analistas.	18	5
• Las empresas que no informen adecuadamente verán rebajada su valoración crediticia.	14	9
• Cabe esperar que en las reuniones entre analistas y equipos directivos se susciten más preguntas relativas a riesgos.	19	4
• Los proxy advisors incluirán el grado de transparencia en esta materia entre las directrices que utilizan para elaborar recomendaciones de voto.	19	4
• La calidad de la información sobre riesgos será un factor que se tendrá en cuenta para realizar Inversiones Responsables (Environment, Social and Governance).	17	6
• Clientes y proveedores demandarán esta información para tomar decisiones de adjudicar y participar respectivamente en licitaciones de contratos.	10	13

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P5: ¿Considera que en los próximos años cambiará el enfoque de la información sobre riesgos?	#
• No, seguirá como hasta ahora, centrada básicamente en los sistemas de control y gestión, en los riesgos a los que se enfrenta la compañía y en los riesgos materializados	1
• Sí, se centrará fundamentalmente en los sistemas de control y gestión de riesgos ya que lo importante no son los riesgos a los que se enfrenta la compañía, que pueden ser muchos y variados, sino su capacidad para gestionarlos.	22
P6: ¿Cuál cree que será la contribución del regulador para la mejora de la información sobre riesgos?	#
• Desarrollará directrices más claras y completas, y las incluirá en la legislación española	1
• Desarrollará directrices más claras y completas, y las incluirá como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	18
• Elaborará nuevas guías, o desarrollará las ya existentes, pero con un carácter meramente informativo o didáctico.	4
• No creo que el regulador desarrolle más esta materia	-
P7: ¿Cuál cree que debería ser la contribución del regulador para mejorar la información sobre riesgos?	#
• Desarrollar directrices más claras y completas, e incluirlas en la legislación española	14
• Desarrollar directrices más claras y completas, e incluirlas como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	9
• Elaborar nuevas guías, o desarrollar las ya existentes, pero con un carácter meramente informativo o didáctico.	-
• No creo que el regulador deba desarrollar más esta materia	-
P8: ¿Cree que las sociedades cotizadas están preparadas para atender crecientes necesidades de información en este área?	#
• Sí, la mayoría de las compañías tienen una función de control y gestión de riesgos dentro de la organización que es la clave para manejar esta información.	12
• No, en muchos casos la función de control y gestión de riesgos es nominal y todavía les queda mucho camino por recorrer.	11

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P9: ¿Cómo cree que reaccionarán las compañías ante el previsible incremento de las necesidades de información requerimientos?	#
• Todas las compañías tendrán que adaptarse igualmente a los nuevos requerimientos	7
• No es realista esperar el mismo nivel de cumplimiento entre empresas grandes con alta visibilidad y disponibilidad de recursos, frente a otras más pequeñas con recursos más limitados.	16

Observaciones

P1: Comparto el “ha venido para quedarse” pero sí que va a evolucionar desde el estado actual. Los requisitos de información y transparencia todavía tienen un gran recorrido.

P1: Organismos reguladores, como la CNMV, tienen puesto el foco, entre otras cuestiones, en la poca calidad de esta información por parte de los emisores. Asimismo, nuevos requerimientos como los introducidos por las nuevas NIAs con relación al informe de los auditores (inclusión de principales áreas de atención/riesgos) llevarán a las empresas a ser más precisas en sus desgloses sobre riesgos

P2: En el horizonte inferior a dos años, las nuevas normativas reguladoras financieras y desde el lado de inversor, adelantarán parte de los cambios.

P2: Probablemente los dos próximos años sean más intensos pero tal y como comento, creo que el proceso es imparable y continuo en el tiempo y profesionalizar y sistematizar la gestión de riesgos, es una tarea ardua

P3: Solo puedo marcar una opción, pero también destacaría - como OTRO - el papel de los requerimientos en esta material por parte de los organismos reguladores de los mercados de valores (SEC, CNMV,...)

P3: Creo que son las regulaciones las que realmente suponen puntos de inflexión, pero un elemento muy importante de impulso de estas mejoras son los requerimientos de distintos agentes de mercado (financiadores, inversores institucionales...) que, por otro lado, muchas veces son los que están detrás de los cambios regulatorios

P6: Como un primer paso, para luego incluirlas en la legislación, como se ha venido haciendo hasta ahora. Las recomendaciones del CUBG poco a poco van cayendo dentro de la Ley.

P8: Probablemente mi respuesta sería una combinación de ambas: creo que hay casos de empresas que encajan en ambas opciones (en línea con la siguiente pregunta)

P8: Sí, aunque con matices. Esto es cierto en compañías de tamaño medio/grande y con entornos de gestión y control complejos (descentralización, múltiples localizaciones, múltiples negocios...)

P9: No es realista, pero paulatinamente iremos aprendiendo de las grandes compañías.

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P10: En general ¿cuál cree que es el nivel de presión que ejercen actualmente los siguientes colectivos para que el nivel divulgativo de las compañías en materia de riesgos sea adecuado en cantidad y calidad?	Insuficiente	Mejorable	Adecuado
• El Consejo de Administración	5	13	5
• El Equipo Directivo	7	15	1
• Los inversores institucionales presentes en el capital	5	9	9
• Los proxy advisors	2	14	7
• La CNMV	6	13	4
• El Auditor Externo	6	11	6
• Los analistas financieros	4	12	7
• Los grupos de interés	7	13	3

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P11: ¿Considera que la asignación de la supervisión de los diferentes tipos de riesgos a una comisión u otra del Consejo de Administración puede marcar una diferencia significativa en la calidad y cantidad de información divulgada al exterior?				#
• Sí				20
• No				3
P11.1: En caso de Responder “Sí”: ¿Considera que la responsabilidad de la supervisión de riesgos debe estar asignada a diferentes comisiones del Consejo de Administración, según el tipo de riesgos, o deberían estar todos bajo la misma comisión?				#
• La misma comisión para todos los tipos de riesgos				14
• Diferentes comisiones según el tipo de riesgo				6
P11.1.1: En caso de responder “La misma comisión...” ¿Qué comisión debería ser ésta?				#
• Auditoría y Control				11
• Ejecutiva Delegada (si existe)				
• Responsabilidad Social Corporativa (si existe)				1
• Gobierno Corporativo (si existe)				2
P11.1.2: En caso de responder “Diferentes comisiones...” ¿Cuáles deberían ser éstas?	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
• Auditoría y Control	-	3	5	1
• Ejecutiva Delegada (si existe)	5	2	-	-
• Responsabilidad Social Corporativa (si existe)	-	1	1	2
• Gobierno Corporativo (si existe)	1	-	-	3

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P12: En un escenario de mayor exigencia en la información sobre riesgos, ¿cuál tendría que ser el papel del regulador en el control de la calidad y cantidad de ésta?	#
<ul style="list-style-type: none"> • El regulador tan solo debería vigilar que se completen los apartados correspondientes en los informes obligatorios y hacer valoraciones de tipo general, sin señalar específicamente a las compañías que lo hagan mejor o peor. 	3
<ul style="list-style-type: none"> • El regulador debería controlar el grado de cumplimiento de cada compañía, incluyéndolo en sus informes anuales de gobierno corporativo, del mismo modo que hoy en día hace con otras cuestiones de gobierno corporativo, o con el seguimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno. 	20

Observaciones

P11.1: Diferentes, aunque en una segunda fase, debería haber un análisis global

P11.1.1: O una Comisión específica, por ejemplo de Estrategia y Riesgos.

P11.1.1: Aunque también podría asignarse a una Comisión Ejecutiva

P12: Otro: el regulador tendría que establecer los mecanismos necesarios para garantizar la calidad y cantidad. Por ejemplo, debería exigir que esta información estuviera auditada

P12: Creo que, mientras no haya una regulación específica, puede actuar exigiendo mayores requerimientos de desglose vía "Requerimientos específicos de información" y su publicación

P12: No sólo debería controla el grado de cumplimiento de cada compañía sino también hacer las revisiones oportunas en relación a estos cumplimientos.

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P13: ¿Considera que el actual formato y requerimientos del apartado “E. Sistemas de Control y Gestión de Riesgos” del Informe Anual de Gobierno Corporativo, es suficiente para tener una comprensión adecuada del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de una compañía?	#
• Sí	5
• No	18
P13.1: En caso de responder “No”: Con objeto de proporcionar una visión adecuada del sistema de control y gestión de riesgos de una compañía ¿Que elementos básicos de dicho sistema deberían describirse en la información obligatoria?	#
• Alcance del Sistema de Control y Gestión de Riesgos	11
• Política general de Control y Gestión de Riesgos de la compañía	17
• Otras políticas específicas de Control y Gestión de Riesgos	11
• Órganos responsables de la supervisión	16
• Tipos de riesgos incluidos en el sistema	12
• Criterios para evaluar la importancia de cada tipo de riesgo	15
• Mecanismos de control y tratamiento de cada tipo de riesgo	16
• Nuevos riesgos que hayan aparecido durante el ejercicio y cómo se han incorporado al sistema de gestión de los mismos.	14
P14: ¿Considera que la existencia de un marco de referencia para el sistema de gestión de riesgos de las compañías, bien COSO II, ISO 31000 u otro, mejoraría la calidad de la información sobre esta materia, ya que las compañías tendrían directrices sobre qué información hay que incluir en cada sección?	#
• Sí	22
• No	1
P15: ¿Considera que si existiese la posibilidad de certificar los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos en base a una Norma / Estándar, mejoraría la calidad de la información que proporcionan las compañías sobre esta materia?	#
• Sí	17
• No	6

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P16: Dado que actualmente no es posible la certificación de los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos en base a una Norma / Estándar ¿considera que los Sistemas de Control y Gestión de Riesgos deberían ser auditados?	#
• Sí	16
• No	7
P17: ¿Considera que la información relativa al Sistema de Control y Gestión de Riesgos debe ir obligatoriamente ligada a la información relativa a los riesgos materializados en el ejercicio?	#
• Sí	16
• No	7
P18: Si nos centramos estrictamente en los elementos y características del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de la compañía, obviando la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio, ¿en qué informe, de carácter obligatorio, considera que las compañías deberían incluir la información relativa a dichos sistemas?	#
• En el Informe de Gestión	3
• En el Informe Anual de Gobierno Corporativo	4
• En ambos	11
• En un nuevo informe obligatorio específico para esta materia	5
P19: Si nos centramos estrictamente en los elementos y características del Sistema de Control y Gestión de Riesgos de la compañía, obviando la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio, ¿en qué informe, de carácter voluntario, considera que las compañías deberían incluir la información relativa a dichos sistemas?	#
• En el Informe Integrado	8
• En el Informe de Responsabilidad Social Corporativa	3
• En ambos	6
• En ninguno de ellos pues ya está en los informe obligatorios	6

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

Observaciones

P13: Opino que debería formar parte de las cuentas anuales

P13: En qué medida el control o gestión de riesgos mitiga el impacto negativo que estos pueden tener.

P13: Algún tipo de información cuantitativa

P14: La certificación en base a un marco de referencia ayudaría en la comparativa entre diferentes organizaciones, desde el punto de vista de análisis, pero el corsé de los procedimientos me genera cierta duda sobre la ayuda en la fase de crecimiento inicial al sistema; sobre todo si se cae en que el objetivo es la certificación en vez del uso del sistema.

P14: Una tipología homogénea sería necesaria a efectos de comparabilidad de la información.

P14: Creo que, en este sentido, empiezan a ser buenas referencias las recientes ISO 37001 Antibribery Management Systems y UNE 19601 Sistemas de Gestión de Compliance Penal

P15: Su comparación indudablemente.

P15: Me inclino más por la auditoría; como el resto de información financiera. Veo la información sobre riesgos como un complemento.

P15: Es lo que va a ocurrir con los Sistemas de Cumplimiento como consecuencia de ISO 37001 y UNE 19601

P16: NO. La auditoría no deja de ser una comparación de una "realidad" con un estándar/norma/modelo prefijado. La inexistencia de dichas normas dificulta e, incluso es posible que imposibilite, la auditoría.

P16: Siempre y cuando el resultado de esa auditoría limite el alcance de la auditoría de las cuentas anuales. En caso contrario, no.

P16: NO. Los riesgos identificados en el Sistema de Control y Gestión de Riesgos así como los controles que mitigan dichos riesgos son auditados dentro de los Planes de Auditoría Interna de las compañías. Me parece razonable que las compañías actúen bajo un estándar normativo y que la utilización de dicho estándar pueda ser revisado por el órgano regulador. En la medida en que el Sistema (estructura) se base en una metodología estándar (revisable por el órgano regulador) y su contenido (riesgos y controles) entra dentro de los Planes Anuales de Auditoría, no veo el sentido a una auditoría específica.

P16: NO. Sin una norma/marco claros de referencia, la posible auditoría es muy compleja y probablemente se concretaría en informes de alcances muy limitados y difusos que no aportarían demasiado

P17: Soy partidario de concentrar la información más que de ofrecerla de un modo disperso en los documentos publicados. A efectos de una mayor calidad o transparencia

P17: No obligatoriamente

P18: En ambos, o en un nuevo informe también

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P20: ¿Considera que, con objeto de conseguir que la información sobre riesgos fuese más clara, homogénea y comparable, el regulador debería proporcionar una guía para la clasificación de riesgos, y que ésta debería ser utilizada obligatoriamente por las compañías en sus categorizaciones y descripciones de riesgos?		#
• Sí		18
• No		5
P21: ¿Considera que el regulador debería establecer directrices específicas que incluyesen la obligación de informar sobre diferentes tipos de riesgos, más allá de los riesgos financieros?		#
• Sí		21
• No		2
P22: ¿Considera que el regulador debería desarrollar una directriz por la que las siguientes cuestiones tendrían que incluirse obligatoriamente en la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía?	SI	NO
• Riesgos específicos de la compañía, relevantes en la actualidad y en el futuro próximo	22	1
• Priorización de los principales riesgos, explicando las razones de dicha priorización	20	3
• Probabilidad de ocurrencia de los principales riesgos descritos	17	6
• Impacto económico potencial de los principales riesgos	17	6
• Otros impactos potenciales de los principales riesgos	12	11
• Mecanismos de control y tratamiento de los principales riesgos	21	2
• Niveles de riesgo aceptados	17	6
• Estrategias de mitigación en caso de materialización de los principales riesgos	19	4
P23: ¿Considera que debería haber algún tipo de auditoría externa sobre la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía?		#
• Sí		15
• No		8

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P24: ¿Considera necesario que exista una directriz que distribuya la información relativa a riesgos en diferentes informes de carácter obligatorio, en función del tipo de riesgo?				#
• Sí, debería haber una directriz que indicase, para cada tipo de riesgo, el informe obligatorio en el que dicha información debería aparecer.				8
• No, cada compañía puede decidir dónde incluir la información requerida				1
• No, la directriz debería ser solo para indicar qué informe de carácter obligatorio debe recoger información sobre los principales riesgos a los que se enfrenta la compañía				14
P24.1: En caso de responder “Sí”: Identificar cuál sería la asignación idónea.	Estrategicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
• Cuentas Anuales y Memoria	1			1
• Informe de Gestión				
• Informe Anual de Gobierno Corporativo		1		3
• Cuentas Anuales + Informe de Gestión	1	2	2	
• Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo	2	3	1	1
• Cuentas Anuales + Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo	3	1	2	2
• Cuentas Anuales + Informe Anual de Gobierno Corporativo			2	
• En otro	1	1	1	1
P24.2: En caso de responder “No, la directriz debería ser solo para indicar qué informe de carácter obligatorio debe recoger información sobre riesgos”: Indicar qué informes obligatorios de los siguientes deberían recoger la información relativa a los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la compañía.				#
• Las cuentas anuales y la Memoria				1
• El Informe de Gestión				1
• El Informe Anual de Gobierno Corporativo				1
• Cuentas Anuales + Informe de Gestión				2
• Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo				4
• Cuentas Anuales + Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo				4
• Otros				1

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P25: ¿Considera adecuado que la información relativa a riesgos se distribuya en diferentes informes de carácter voluntario, en función del tipo de riesgo?				#
• Sí				4
• No				19
P25.1: En caso de responder "Sí": Indicar cuál sería la asignación idónea.	Estratégicos	Operacionales	Financieros	De Cumplimiento
• Informe Integrado	1	2	2	1
• Informe de Responsabilidad Social Corporativa				
• En ambos	3	2	2	3

Observaciones

P20: Yo veo más adecuado el principio de "cumplir o explicar" que el de la obligatoriedad

P20: Sí, ya lo había comentado anteriormente

P20: No, entiendo que como guía podría ayudar. La obligatoriedad complicaría en muchos casos su aplicación (por la diferente casuística en ciertas empresas)

P20: No, la clasificación de riesgos puede ser muy diferente en función del sector de actividad

P20: No, me parece bien la existencia de una guía para la clasificación de riesgos, pero no de aplicación obligatoria

P21: Yo veo más adecuado el principio de "cumplir o explicar" que el de la obligatoriedad

P21: De hecho la compañía debería informar sobre todos aquellos que pudieran tener un impacto significativo sobre la imagen que ofrecen las cuentas anuales. Informando sobre esos riesgos, su impacto potencial y el grado en que el proceso de control y gestión o lo mitiga se ofrecería una información más útil a los stakeholders.

P21: No obstante, actualmente ya se informa en los Informes de Gobierno Corporativo de otros riesgos, más allá de los financieros.

P22: A salvo de la debida confidencialidad de la información.

P22: Yo veo más adecuado el principio de "cumplir o explicar" que el de la obligatoriedad

P22: La probabilidad de ocurrencia e impacto podrían deducirse de la priorización

P22: Hay que ponderar las necesidades de información del mercado frente a la necesidad estratégica de confidencialidad de determinada información (pudiendo suponer su publicación una desventaja competitiva).

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P23: Creo que sería bueno una valoración sobre si lo que se describe en relación a los riesgos obedece a la exigencia requerida por el regulador. Debe quedar al margen, por razones obvias, la evaluación del contenido de la información por parte del auditor, salvo que dentro del alcance de su trabajo se hubiesen puesto de manifiesto aspectos no contemplados en la información elaborada por la compañía.

P23: si limita el alcance de la auditoría de cuentas anuales

P23: Mi respuesta sería "depende"

P23: Sería ideal que hubiera una auditoría externa, pero es preciso ser consciente del trabajo que ello conllevaría a un equipo de auditoría y la reticencia a la evaluación de elementos aparentemente subjetivos

P25: debería ser obligatorio

P25: Voluntario?

P26: ¿Considera que la información relativa a los riesgos materializados en el ejercicio, por su naturaleza, es una información que debería aparecer de manera obligatoria en?:	#
Cuentas anuales y la Memoria	1
Informe de Gestión	2
Informe Anual de Gobierno Corporativo	2
Cuentas Anuales + Informe de Gestión	7
Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo	5
Cuentas Anuales + Informe de Gestión + Informe Anual de Gobierno Corporativo	4
Otros	2
P27: ¿Considera necesario que el regulador desarrolle una directriz que especifique que la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio debe ir acompañada de las siguientes cuestiones?	#
• Impacto económico	21
• Otros impactos	10
• Mecanismos de mitigación aplicados	21

Observaciones

P27: No obstante, actualmente, los riesgos significativos materializados ya son explicados, al menos si tienen impacto económico (explicados en las notas de la memoria).

Anexo XIII: Resultados de la segunda ronda

P28. Indicar si los siguientes argumentos relativos a la divulgación de información sobre riesgos son ciertos y justifican la falta de divulgación por parte de las empresas españolas.	De acuerdo	En desacuerdo
• La compañía pierde la ventaja competitiva que supone tener una buena gestión de riesgos al exponer antes sus competidores su percepción del riesgo de determinadas actividades o proyectos.	7	16
• La compañía pierde la ventaja competitiva que supone tener una buena gestión de riesgos al exponer antes sus competidores las características principales de su sistema de gestión de riesgos	8	15
• La compañía empeora su posición competitiva si informa sobre sus riesgos potenciales ya que puede dar la impresión de que su perspectiva es peor que la de sus competidores.	4	19
• La compañía empeora su posición negociadora con proveedores, clientes o empleados al poner de manifiesto debilidades potenciales.	8	15
• Los costes de preparación de una buena información sobre riesgos son altos la primera vez que ésta se prepara.	17	6
• Los costes de preparación de una buena información sobre riesgos no se reducen en los años posteriores.	4	19
• Los beneficios derivados de la divulgación de información sobre riesgos no compensan los costes asociados a la preparación de la misma.	2	21
• Una disminución futura de la calidad o cantidad de información sobre riesgos divulgada será interpretada como un signo negativo	18	5
• La materialización de riesgos no anticipados, o el fracaso en las estrategias de mitigación previstas, se atribuirán a la falta de capacidad de los equipos gestores, poniendo en peligro su credibilidad, y potencialmente su continuidad.	15	8

Observaciones adicionales

Creo que efectivamente debería estar más regulado la divulgación de la gestión de riesgos, especialmente en materia de riesgos materializados y su impacto.

Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda

P1. En relación a las dos circunstancias descritas a continuación, ¿cuál de ellas considera que ocurrirá en primer lugar y generará un cambio en la información relativa a riesgos de las empresas cotizadas españolas?	#
• La implantación de una regulación internacional o comunitaria provocada por los requerimientos de los agentes del mercado internacional.	20
• Las crecientes demandas de los agentes del mercado español.	2
P2. ¿Qué probabilidad atribuye a la posibilidad de que, en el futuro, las empresas que no informen adecuadamente sobre sus riesgos vean rebajada su valoración crediticia?	#
• Alta	10
• Media	8
• Baja	4
P3. ¿Cuál debería ser el camino a seguir por el regulador español para implantar directrices más claras y completas que lleven a una mejora de la información sobre riesgos?	#
• En primer lugar deberían desarrollarse como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, e incorporarse más tarde a la legislación española.	16
• Se deberían implantar directamente en la legislación española.	4
• Se deberían implantar exclusivamente como Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.	2
P4. ¿Considera que los nuevos requerimientos relativos a los “riesgos de incorrección material de los estados financieros” que deben incluirse en las Cuestiones Clave del Informe de Auditoría, suponen un primer paso para implicar al Auditor Externo en los asuntos relativos a la divulgación de información sobre riesgos de la Compañía?	#
• No, esta iniciativa solo está relacionada con los SCIF, la fiabilidad de los estados financieros y el ámbito típico de la Auditoría Externa.	9
• Sí, considero que en el futuro el Auditor Externo tendrá un papel importante en esta materia.	13

Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda

P5. Si distinguimos entre los miembros de la Comisión de Auditoría y Control del Consejo de Administración, y el resto de miembros del Consejo, ¿cómo considera que es, en general, el nivel de implicación y compromiso de ambos colectivos con la calidad y cantidad de la divulgación de información sobre riesgos?	Insuficiente	Adecuado
De la Comisión de Auditoría y Control	7	15
Del resto de miembros del Consejo	16	6
P6. ¿Considera que la supervisión ejercida actualmente por la CNMV sobre la divulgación de información sobre riesgos es suficiente?	#	
Sí, en el escenario actual de ausencia de directrices claras y completas, la CNMV realiza una supervisión ajustada a la normativa existente.	6	
No, a pesar de la falta de directrices claras y completas en esta materia, la CNMV podría ser más exigente, podría revisar la información suministrada y, si fuese necesario, solicitar detalles adicionales via “Requerimientos específicos de información”.	16	
P7. Dada la capacidad de los equipos directivos para influir en el régimen divulgativo de sus compañías, ¿qué medidas propone para que mejore su compromiso con este tema? (Respuesta voluntaria)		
P8. En un escenario de existencia de directrices claras y completas sobre la divulgación de información sobre riesgos, ¿cuál cree que debería ser el papel del Auditor Externo (aparte de su responsabilidad con las Cuentas Anuales)?	De acuerdo	En desacuerdo
Verificar la existencia y correcto funcionamiento del Sistema de Gestión y Control de Riesgos de la compañía comparándolo con una norma o marco de referencia establecido.	17	5
Verificar que el Informe de Gestión y el Informe Anual de Gobierno Corporativo contienen la información requerida por el regulador en materia de riesgos, pero sin hacer una valoración de dicha información.	11	11
Verificar que el Informe de Gestión y el Informe Anual de Gobierno Corporativo contienen la información requerida por el regulador en materia de riesgos, valorando su contenido.	12	10

Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda

P9. En relación a la información relativa a los riesgos a los que se enfrenta la compañía, ¿considera importante disponer de una visión de conjunto de todos los riesgos de la compañía, y por tanto, que todos aparezcan en el mismo informe, independientemente del tipo de riesgo de que se trate?					#
Sí					21
No					1
P10. Considerando las siguientes premisas de partida: - El Informe Anual de Gobierno Corporativo forma parte del Informe de Gestión. - El Informe de Gestión tiene un apartado específico para información relativa a riesgos. - Las Cuentas Anuales y la Memoria incluyen en todo caso la información relativa a riesgos materializados en el ejercicio que hayan tenido impacto económico.					
A continuación se presentan 5 propuestas de distribución de información sobre riesgos en los informes obligatorios. Se pide ordenarlas de 1 a 5, indicando con un "1" la que considere más adecuada, con un "2" la siguiente y así sucesivamente.	1	2	3	4	5
Propuesta 1	10	1	1	4	6
Propuesta 2	3	4	8	3	4
Propuesta 3	2	7	4	5	4
Propuesta 4	2	5	2	4	9
Propuesta 5	3	5	8	4	2

Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda

Información relativa a :	Propuesta 1	Propuesta 2	Propuesta 3	Propuesta 4	Propuesta 5
Sistema de Gestión y Control de Riesgos	Nuevo informe específico sobre riesgos	IAGC	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG
Riesgos a los que se enfrenta la compañía	Nuevo informe específico sobre riesgos	Apartado de riesgos del IG	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG
Riesgos materializados en el ejercicio	Nuevo informe específico sobre riesgos	Apartado de riesgos del IG	Apartado de riesgos del IG	IAGC	IAGC + Apartado de riesgos del IG

Observaciones

P1. Las empresas suelen responder más rápidamente de forma coercitiva.

P1. La nueva regulación será el salto de escalón para todo el sector pero corrientes como la ESG/SRI adelantarán el cambio y generar ventas competitivas.

P2. Creo que estos aspectos informativos de riesgos afectarán más a otro tipo de índices, como por ejemplo los relacionados con el mundo ISR (MSCI ha desarrollado índice en este campo)

P2. Existe la costumbre de usar la información contable con una perspectiva retrospectiva. Los riesgos lo que hacen es introducir una orientación prospectiva en la información contable. Pero hasta que la agencias de rating usen dicha información con carácter prospectivo puede pasar bastante tiempo

P2. Pero sólo en las empresas que coticen en mercados.

P5. En otras compañías. el sector, el tamaño y el grado de necesidad de fuentes de financiación ajenas hace terriblemente variable las respuestas anteriores.

P5. Los miembros de la Comisión de Auditoría a través, entre otros, de los reportes de Auditoría Interna tienen mayor concienciación sobre la información de riesgos.

P6. No debe olvidarse que la CNMV solo supervisa a aquellas empresas que intervienen en los mercados financieros

Anexo XIV: Resultados de la tercera ronda

P7. Es el Equipo Directivo quien debe liderar los procesos de generación de la Información de las compañías, en general, y de gestión de riesgos en particular. En consecuencia, sería recomendable que las exigencias normativas afectasen directamente a los equipos gestores, además de a los miembros de los Consejos de Administración.

P7. Yo creo que la vía más adecuada para avanzar es desde el lado del criterio "cumplir o explicar", muy en línea con lo que se ha establecido en las recomendaciones del código de buen gobierno corporativo

P7. Mientras no haya regulación, la única vía son los incentivos. Si se promulgara alguna regulación sobre transparencia informativa, se podía incentivar en la misma la divulgación de información sobre riesgos (aunque cuando se habla de transparencia informativa no se está pensando precisamente en este tema; pero podría aprovecharse)

P7. Creo que la adopción por los directivos de criterios estratégicos de responsabilidad social y gobierno corporativo, pueden fomentar el compromiso de divulgación de la información que se persigue y la demanda a otros agentes de una mayor divulgación. Por ejemplo en el sector de compañías de inversión la adopción de los criterios UN PRI es un ejemplo claro de ello.

P7. revisarlo periódicamente en los comités de dirección de las compañías

P7. Es difícil. Los estímulos provienen principalmente de dos fuentes. Una, de los requerimientos legislativos, que suelen ser aceptados por su carácter imperativo, pero sin crear verdadera conciencia. Dos, de los requerimientos de partes relacionadas y, principalmente, de financiadores, clientes, socios de negocio, accionistas..., que son los que sí generan conciencia pero en los que el regulador o legislador tiene menos que decir y menos capacidad de promover. Quizá, y dejando al margen la capacidad legislativa, desde la contratación o financiación públicas podrían establecerse requerimientos

P8. Quizá podría establecerse algún modelo/esquema de revisión por parte del auditor para valorar el contenido de la información, pero sin llegar a un nivel de detalle y alcance de la revisión elevado. Podría establecerse un marco general con los principales elementos con los que debe contar un Sistema de Gestión de Riesgos y, en particular, el sistema de reporte sobre riesgos, y que el auditor verifique que esos elementos están implantados (pero sin entrar a verificar el Sistema completo y los controles establecidos)

P9. Es difícil que un riesgo significativo no afecte a diversos aspectos de las compañías. Por tanto, la visión debe ser de conjunto.

P9. Todos los riesgos materiales

P9. es fundamental

P9. Sí considero necesario que se tenga una visión de conjunto de todos los riesgos de la compañía, sin embargo, considero que los riesgos financieros gestionados en el SCIIF y los riesgos de compliance gestionados en los modelos de compliance deben analizarse e informarse en informes separados (dado el alcance y finalidad específico de los mismos).

P9. Pero bien estructurados