



UNIVERSIDAD DE GRANADA

PROGRAMA DE DOCTORADO

EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TESIS DOCTORAL

La divulgación de los riesgos
ante el nuevo marco regulatorio europeo
en materia de sostenibilidad y estandarización digital

Tesis doctoral presentada por:

Manuel Rejón López

Directores:

Dr. Lázaro Rodríguez Ariza

Catedrático de la Universidad de Granada

Dr. Francisco Flores Muñoz

Profesor de la Universidad de La Laguna

Granada, Septiembre de 2024

Editor: Universidad de Granada. Tesis Doctorales
Autor: Manuel Rejón López
ISBN: 978-84-1195-605-5
URI: <https://hdl.handle.net/10481/97631>

Ph.D. PROGRAMME
IN ECONOMIC AND BUSINESS SCIENCES

Ph. D. Dissertation

Title:

The disclosure of risks under the new European regulatory framework
in sustainability and digital standardization.

Doctoral thesis presented by:

Manuel Rejón López

Directores:

Dr Lázaro Rodríguez Ariza

Professor at the University of Granada

Dr Francisco Flores Muñoz

Lecturer at the University of La Laguna

AGRADECIMIENTOS

El trabajo ha requerido la tutorización continua y dedicada de los profesores Lázaro Rodríguez Ariza, de la Universidad de Granada, y Francisco Flores, de la Universidad de La Laguna, sin cuyo apoyo habría resultado imposible.

*También se ha contado con la colaboración del profesor Diego Valentinetti de la Università degli studi Chieti-Pescara (Italia) y de la profesora Agnieszka Majewska de la Uniwersytet Szczeciński (Polonia). Ambos doctorándome tutelaron durante sendas estancias de investigación y contribuyeron e inspiraron factores clave de esta. Igualmente, la Dra. María Mora Rodríguez, líder en inteligencia artificial en Fujitsu, realizó importantes contribuciones en materia de digitalización y estandarización de informes corporativos. También resultaron de especial importancia los trabajos de revisión de la publicación de uno de los capítulos en la revista *Scientific Annals of Economics and Business* de Iasi (Rumanía).*

Por supuesto. agradecer a mi esposa e hijos por su inestimable apoyo estos años.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

I.	INTRODUCCIÓN AL TEMA OBJETO DE ESTUDIO	13
II.	INTERÉS Y JUSTIFICACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN	23
III.	OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	29
IV.	METODOLOGÍA	32
V.	ESTRUCTURA DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	34

CAPÍTULO 1: IMPORTANCIA DE LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS EN UN ENTORNO TURBULENTO.

1.1	Introducción.....	37
1.2	Aproximación a la revelación de información corporativa sobre riesgos.	40
1.3	Definiciones en torno a la noción de riesgos corporativos.	42
1.4	Acercamiento a las principales corrientes teóricas sobre revelación de información corporativa.....	44
1.5	Marco legal europeo y retos globales emergentes: interacciones con la nueva preocupación por la sostenibilidad y el reporte digital.....	46
1.6	Necesidad de análisis empírico respecto del nuevo entorno de reporte digital europeo.	49

CAPÍTULO 2. DIVULGACIÓN SOBRE RIESGOS E INFORMACIÓN NO FINANCIERA, EVIDENCIA EN UN NUEVO CONTEXTO EUROPEO

2.1.	Marco teórico.....	54
2.2.	Hipótesis de estudio.....	68
2.3.	Metodología de investigación.....	73
2.4.	Resultados empíricos.....	77

CAPÍTULO 3. EXPLORANDO NUEVAS VÍAS PARA LA PRESENTACIÓN DE INFORMES CORPORATIVOS EN EUROPA: SOSTENIBILIDAD Y ESTÁNDARES DIGITALES

3.1 Marco teórico.....	100
3.2 Hipótesis de estudio.....	120
3.3 Metodología de investigación.....	124
3.4 Resultados empíricos.....	128

CAPÍTULO 4: PRÁCTICAS EMERGENTES EN AUDITORÍA: ANÁLISIS DE CUESTIONES CLAVE DE AUDITORÍA EN UN NUEVO CONTEXTO DE PRESENTACIÓN DE INFORMES DIGITALES EN EUROPA

4.1 Marco teórico.....	148
4.2 Hipótesis de estudio.....	152
4.3 Metodología de investigación.....	155
4.4 Resultados empíricos.....	158

CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	175
---	------------

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	181
---	------------

ANEXOS	205
---------------------	------------

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1. Variables que operacionalizan la divulgación sobre riesgos.	76
Tabla 2.2. Estadísticas descriptivas sobre información no financiera.....	78
Tabla 2.3. Uso de matrices de materialidad.	80
Tabla 2.4. Secciones del informe anual en que es posible encontrar divulgación sobre riesgos.	82
Tabla 2.5. Divulgaciones de riesgos relacionadas con el marco COSO.	83
Tabla 2.6. Divulgaciones de riesgos según COSO, respecto de factores explicativos.	84
Tabla 2.7. Divulgaciones de riesgos relacionadas con el marco GRI.	85
Tabla 2.8. Divulgaciones de riesgos según GRI, respecto de factores explicativos.	86
Tabla 2.9. Exploración longitudinal de las divulgaciones sobre riesgos, según GRI.	87
Tabla 2.10. Contraste de hipótesis.	88
Tabla 3.1. ESRS y riesgos de interés en cada apartado.	120
Tabla 3.2. Descripción de las variables del estudio y codificación.....	127
Tabla 3.3. Presencia de divulgación relacionada con los nuevos estándares y el contenido sobre riesgos que requieren divulgar.	129
Tabla 3.4. Reporte sobre riesgos requeridos por las ESRS por país y dinámica 2021- 2022.	130
Tabla 3.5. Informe sobre riesgos ESRS por sector.....	131
Tabla 3.6. Relación entre reporte ESRS y perfil financiero	132
Tabla 3.7. Relación entre reporte ESRS, perfil financiero, países y sectores	133

Tabla 3.8. Porcentaje de uso, en los informes ESEF, de las etiquetas que ofrece la taxonomía oficial ESEF, por país, y efecto longitudinal.	134
Tabla 3.9 Porcentaje de uso, en los informes ESEF, de las etiquetas que ofrece la taxonomía oficial ESEF, por sector.....	135
Tabla 3.10. Número de etiquetas en la taxonomía extendida, por país.	136
Tabla 3.11. Número de etiquetas en la taxonomía extendida, por sector.	137
Tabla 3.12a. Relación entre uso de ESEF y efecto de país/sector	139
Tabla 3.12b. Relación entre uso de ESEF y perfil financiero.....	139
Tabla 4.1. Operacionalización de las variables utilizadas.	157
Tabla 4.2. Número de KAM en los informes de auditoría.....	160
Tabla 4.3. Número de KAM en los informes de auditoría, por país	160
Tabla 4.4. Frecuencia de KAM por sector.....	162
Tabla 4.5 Diversidad de KAM reportadas.....	164
Tabla 4.6 KAM respecto del tipo de auditor.	165
Table 4.7. Relación entre perfil financiero, firma de auditoría y KAM.....	166
Table 4.8. Relationship between profitability, sector and KAM.....	167
Table 4.9. Relationship between country, sector and KAM	168
Tabla 4.10. Aproximación al retraso de auditoría.	168
Tabla 4.11. Aproximación al retraso de auditoría, por país.	169
Tabla 4.12a. Aproximación al retraso de auditoría, por sector.	170
Tabla 4.12b. Análisis del retraso de auditoría vs. factores explicativos.....	171

ABREVIATURAS

BIS: Bank of International Settlements of Basel

CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive.

COSO: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group

ESEF: European Single Electronic Format

ESG: Environmental, Social, and Governance

ESRS: European Sustainability Reporting Standards

GRI: Global Reporting Initiative

IFRS: International Financial Reporting Standards

ISSB: International Sustainability Standards Board

KAM: Key Audit Matters

NFRD: Non-Financial Reporting Directive

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

XBRL: eXtensible Business Reporting Language

XHTML: eXtensible HyperText Markup Language

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

I. INTRODUCCIÓN AL TEMA OBJETO DE ESTUDIO

Según el diccionario de la Real Academia Española (RAE) el riesgo es “contingencia o proximidad de un daño” y viene a tener como sinónimo los términos “peligro, amenaza, ventura, risco, contingencia” y como antónimo el de “seguridad”. Aunque a lo largo del presente trabajo se abordarán otras definiciones convenientemente contextualizadas, baste esta primera aproximación para introducir la noción de que los riesgos representan una faceta intrínseca de la vida humana, individual y colectiva, tanto de las operaciones empresariales como de la gestión de entidades del ámbito público, y a través de diferentes coordenadas temporales, sociales y culturales. Desde las etapas iniciales de la actividad humana organizada, como la caza y la recolección, la incertidumbre ha sido una constante, evidenciándose especialmente con el desarrollo de las sociedades agrícolas y sedentarias, donde fenómenos como la meteorología influían directamente. Factores como la posibilidad de conflictos armados con otros grupos o tribus, así como la amenaza de plagas, hacían que la tarea de predicción fuera tanto ardua como crucial para la supervivencia y el progreso de las comunidades. Es la “proximidad de un daño”, aún incierto, pero probable, que insta a la acción previa. Como recoge el Diccionario Panhispánico del español jurídico (RAE, 2024), también se puede entender el riesgo como “función de la probabilidad de ocurrencia de un suceso y de la cuantía del daño que puede provocar”, quedando así unidas desde su matriz las ideas de probabilidad y de estimación del daño en caso de ocurrencia.

En las sociedades más arcaicas, la predicción y determinación del alcance de los riesgos se basaban en observaciones empíricas y en el conocimiento transmitido de generación en generación. Por ejemplo, para anticipar los riesgos climáticos, como

tormentas o sequías, los miembros de la comunidad podían haber desarrollado una comprensión de los patrones naturales, a través de la observación a largo plazo del cielo, las estaciones y los fenómenos que afectaban a los animales o a la vegetación en su entorno más inmediato, que pudieran afectar su seguridad y bienestar. En cuanto a los riesgos relacionados con conflictos o amenazas externas, como enfrentamientos con otras tribus o encuentros con animales salvajes, es probable que se hayan desarrollado sistemas de vigilancia y defensa comunitarios. Esto podría incluir la instalación de puestos de observación estratégicos, el establecimiento de señales de alarma y la creación de protocolos para la movilización rápida de fuerzas defensivas. Además, es posible que hayan surgido figuras dentro de la comunidad con roles específicos en lo que, salvando las distancias, podríamos intuir como una primera evaluación y gestión de riesgos, como figuras chamánicas, líderes tribales, quienes podrían haber sido responsables de interpretar señales y presagios, así como de recomendar acciones para mitigar posibles peligros y preparar a las comunidades para darles respuesta.

Como fruto del desarrollo de las sociedades de las civilizaciones fluviales, como Mesopotamia y Egipto, y posteriormente en la Antigüedad clásica con Grecia y Roma, se observa una sofisticación progresiva en los perfiles encargados de la evaluación y gestión de riesgos. Este avance se correlaciona con el aumento en la variedad y magnitud de los riesgos a los que estas civilizaciones estaban expuestas. En Mesopotamia y Egipto, por ejemplo, la dependencia de los ríos como fuentes vitales de agua y recursos agrícolas planteaba desafíos específicos. La crecida impredecible de los ríos, como el Nilo en Egipto o el Tigris y el Éufrates en Mesopotamia, podía traer consigo inundaciones devastadoras que amenazaban las cosechas y la estabilidad de las comunidades. En respuesta a estas amenazas, surgieron sistemas de gestión del

agua, como los diques, canales de riego y sistemas de almacenamiento, junto con la creación de registros y observaciones para monitorear los patrones de inundación y prevenir desastres. En la Antigüedad clásica, con el florecimiento de la civilización griega y romana, los riesgos adquirieron dimensiones adicionales. En el ámbito comercial, por ejemplo, el aumento del comercio marítimo planteaba riesgos de naufragios, piratería y pérdida de mercancías. Para mitigar estos riesgos, se desarrollaron sistemas de seguros y contratos comerciales, junto con la creación de puertos fortificados y patrullas marítimas. Además, en el contexto de la guerra y la política, las civilizaciones griega y romana enfrentaban amenazas constantes de invasiones, rebeliones internas y conflictos entre ciudades-estado y territorios. Para enfrentar estos riesgos, se establecieron ejércitos profesionales, sistemas de defensa fortificados y tratados diplomáticos para mantener la estabilidad y la seguridad regional, adaptándose así las medidas de previsión y mitigación de riesgos a las necesidades y desafíos específicos de cada época y contexto cultural. En cada una de estas épocas históricas, la mitigación de los riesgos no solo dependía de la acción de los perfiles especializados o autoridades, sino que también requería la participación y el conocimiento de la comunidad en general. Para enfrentar los desafíos de las inundaciones en las civilizaciones fluviales o las amenazas comerciales y militares en la Antigüedad clásica, era crucial que la población estuviera informada sobre las posibles amenazas y participara en las acciones para hacerles frente. Este nivel de conciencia colectiva implicaba la necesidad de una divulgación efectiva de los riesgos, ya sea a través de la transmisión oral de conocimientos, la educación formal en casos más avanzados, o mediante la comunicación de autoridades y líderes comunitarios. Así, la divulgación de riesgos se convirtió en un componente fundamental de la estrategia de gestión de riesgos en estos diferentes contextos históricos, sirviendo

como herramienta para empoderar a la comunidad y mejorar su capacidad de respuesta ante las adversidades.

En la etapa medieval, a pesar de la desintegración de las estructuras sociales y materiales complejas del Imperio Romano, la construcción gótica y el surgimiento de las universidades proporcionaron contextos también ilustrativos para la gestión de riesgos. La construcción de catedrales góticas, con sus enormes estructuras de piedra y vitrales delicadamente diseñados, representaba un desafío técnico y logístico considerable. Para mitigar los riesgos asociados con la construcción, los maestros de obras y arquitectos medievales desarrollaron técnicas novedosas, como el uso de arbotantes y contrafuertes para distribuir el peso y prevenir colapsos. Además, la creación de gremios y corporaciones de constructores permitió el intercambio de conocimientos y la estandarización de prácticas de seguridad en toda Europa. Por otro lado, el surgimiento de las universidades en esta época no solo promovió el avance del conocimiento académico, sino que también fomentó la conciencia y el debate sobre cuestiones éticas y prácticas relacionadas con la gestión de riesgos en áreas como la Medicina, la Teología y el Derecho. Es posible por tanto también en dicho periodo vislumbrar una combinación de instrumentos tanto técnicos como sociales, para la gestión de riesgos.

También durante el Renacimiento y la era de los grandes descubrimientos geográficos por vía marítima, los riesgos y la gestión de estos adquirieron una nueva dimensión con la expansión de los horizontes geográficos y comerciales de Europa. Los viajes de exploración marítima hacia nuevos continentes presentaban desafíos desconocidos, como tormentas, enfermedades y encuentros con grupos humanos en ocasiones hostiles. Para mitigar estos riesgos, los exploradores y navegantes desarrollaron mapas más precisos, instrumentos de navegación mejorados y técnicas de navegación más

seguras. Además, la creación de compañías comerciales respaldadas por diferentes reinos y estados y la cooperación entre los mismos permitió compartir recursos y conocimientos para garantizar el éxito de las expediciones.

En la era industrial y posindustrial, con el advenimiento de sistemas complejos y la amenaza de desastres tecnológicos como los accidentes industriales y nucleares, la gestión de riesgos se convirtió en una preocupación central para la sociedad moderna. La industrialización trajo consigo nuevos riesgos, como la contaminación ambiental, los accidentes laborales y los fallos en la cadena de suministro. Para hacer frente a estos desafíos, se establecieron normativas de seguridad más estrictas, se implementaron tecnologías de control de riesgos y se fortalecieron los sistemas de respuesta a emergencias. Además, el desarrollo de la energía nuclear es un caso especialmente ilustrativo de estos procesos, en tanto que planteó riesgos únicos, como la posibilidad de fugas radiactivas y la proliferación nuclear. Para mitigar estos riesgos, se establecieron protocolos internacionales de seguridad nuclear, se mejoraron los estándares de diseño de reactores y se promovió la cooperación internacional en la supervisión y regulación de esta energía y sus posibles usos.

Sin embargo, en esta última fase de desarrollo posindustrial y digital, la creciente conciencia sobre la divulgación de información como herramienta de gestión de riesgos ha llevado consigo una nueva preocupación: el riesgo asociado con la propia revelación de información sensible. Si bien la divulgación de riesgos puede empoderar a individuos y comunidades para tomar medidas preventivas, también existe el riesgo inherente de que esta información caiga en manos equivocadas, como potencias competidoras, grupos terroristas o saboteadores. En un mundo cada vez más interconectado y digitalizado, la vulnerabilidad de la información sensible se ha vuelto más evidente, ya que los avances tecnológicos han facilitado la recopilación,

transmisión y almacenamiento de grandes cantidades de datos. Por ejemplo, en el ámbito industrial, la divulgación de información sobre los procesos de fabricación, las tecnologías patentadas o los sistemas de seguridad puede ser explotada por competidores para obtener una ventaja competitiva o por actores malintencionados para perpetrar ataques cibernéticos o físicos. Del mismo modo, en el contexto de la seguridad nacional, la revelación de información sobre infraestructuras críticas, planes de defensa o inteligencia estratégica puede poner en peligro la seguridad y la estabilidad de un territorio. En respuesta a esta creciente amenaza, los gobiernos y las organizaciones han intensificado sus esfuerzos para proteger la información sensible y mitigar los riesgos asociados con su divulgación. Se han implementado medidas de seguridad más robustas, como la encriptación de datos, la vigilancia cibernética y la capacitación en conciencia de seguridad entre el personal. Además, se han promulgado leyes y regulaciones destinadas a proteger la propiedad intelectual, garantizar la privacidad de los datos y prevenir la filtración de información clasificada. Sin embargo, a pesar de estos esfuerzos, el desafío de equilibrar la necesidad de divulgar información para promover la transparencia y la seguridad con el riesgo de su explotación indebida sigue siendo un tema complejo y en evolución hasta la actualidad.

Sin duda, la percepción de los posibles riesgos y las medidas para contrarrestar sus efectos negativos no solo abarcan el ámbito comunitario, sino que también revisten una importancia clave en el ámbito individual y en el de los negocios privados. En el entorno empresarial, emprendedores/as y empresarios/as se enfrentan constantemente a una variedad de riesgos que pueden impactar en la viabilidad y el éxito de sus negocios. Estos riesgos pueden incluir desde fluctuaciones en los mercados financieros y cambios en la demanda del consumidor hasta desafíos operativos y

amenazas competitivas. La capacidad de identificar, evaluar y gestionar estos riesgos de manera efectiva puede marcar la diferencia entre el fracaso y el éxito empresarial. Por lo tanto, la gestión de riesgos se ha convertido en una parte integral de la planificación estratégica y la toma de decisiones en el mundo empresarial moderno. Sin embargo, al igual que en el ámbito comunitario, la divulgación de información sobre los riesgos empresariales también puede plantear desafíos, especialmente en lo que respecta a la protección de la propiedad intelectual, la confidencialidad de los datos y la competencia en el mercado. En este sentido, los equipos directivos deben encontrar un equilibrio entre la transparencia y la protección de información sensible para garantizar la seguridad y el éxito a largo plazo de sus empresas. Es en este contexto donde las empresas pueden encontrar referencias de reconocido prestigio internacional que les permitan estructurar su gestión de riesgos, y por ende la divulgación sobre los mismos.

Las propias normas internacionales de información financiera (IFRS, *International Financial Reporting Standards* -IFRS17-) avanzan definiciones sobre el riesgo, en este caso financiero, al señalar que se trataría de “(...) riesgo de un posible cambio futuro en uno o más de los siguientes elementos especificados: tasa de interés, precio de un instrumento financiero, precio de una mercancía, tipo de cambio de moneda, índice de precios o tasas, calificación crediticia.”. Por su parte la *Global Reporting Initiative* (GRI, 2022) detalla en su glosario otras concepciones de riesgo que van más allá de lo financiero, a su vez citando a las directrices ILO (*International Labour Organization*, 2001), como los asociados a la seguridad en los puestos de trabajo, o la seguridad en el uso de recursos como el agua, abriendo así el abanico de interés de los riesgos hacia las dimensiones sociales y ambientales, respectivamente.

La Unión Europea en la actualidad se caracteriza por ser un entorno altamente desarrollado y complejo, que abarca aspectos políticos, institucionales, culturales y sociales. Esta región, densamente poblada, se enfrenta a desafíos demográficos significativos, como el envejecimiento de la población, la baja tasa de natalidad y la necesidad de integrar a los migrantes, todo mientras busca mantener su economía dinámica y competitiva en un contexto global cambiante. Además de estos desafíos internos, la Unión Europea también debe hacer frente a amenazas externas, como los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo, que plantean desafíos a la seguridad y la estabilidad en su entorno inmediato. A estas preocupaciones se suman las amenazas biológicas, como las pandemias, que pueden tener un impacto devastador en la salud pública y la economía de la región.

En este contexto complejo y multifacético, la Unión Europea se enfrenta a la necesidad de tomar medidas coordinadas y efectivas para abordar estos desafíos y garantizar un futuro próspero y seguro para sus ciudadanos. En efecto, las medidas para abordar los desafíos que enfrenta la Unión Europea involucran especialmente a las empresas que operan en y desde esta región. Estas empresas están llamadas a mantener altos estándares no solo en términos de transparencia, sino también en cuanto al respeto de los principios de sostenibilidad que han sido promovidos desde diversas instancias a lo largo del tiempo. La UE ha establecido una serie de regulaciones y directrices destinadas a fomentar prácticas empresariales responsables y sostenibles, abarcando áreas como la gestión ambiental, los derechos laborales, la ética empresarial y la responsabilidad social corporativa. Esto implica que las empresas deben integrar consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en sus operaciones y decisiones comerciales, con el objetivo de contribuir al desarrollo sostenible y al bienestar de la sociedad en su conjunto. Además, se espera que las

empresas adopten un enfoque transparente y abierto en cuanto a su desempeño en estos ámbitos, proporcionando informes claros y detallados sobre sus prácticas y resultados en materia de sostenibilidad.

El marco regulatorio de la Unión Europea también incluye medidas específicas para mejorar la divulgación de información por parte de las empresas, como el Reglamento *European Single Electronic Format* (ESEF). Este reglamento requiere que determinadas empresas preparen informes financieros en el formato digital XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), lo que facilita el acceso y la comparación de la información financiera por parte de los inversores y otros interesados. Además, la aplicación de las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), emitidas por el *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), amplía los requisitos de divulgación de información, incluyendo la determinación de los niveles de riesgo. Estas normas establecen directrices detalladas para la divulgación de información relacionada con la sostenibilidad, lo que permite a las empresas comunicar de manera más efectiva su desempeño en áreas clave como el cambio climático, los derechos humanos y la gobernanza corporativa. Al adoptar estas medidas, las empresas no solo mejoran la transparencia y la rendición de cuentas, sino que también fortalecen su capacidad para identificar, evaluar y gestionar los riesgos asociados con sus operaciones y actividades comerciales. Estas iniciativas contribuyen a promover una cultura empresarial más responsable y sostenible en la UE. Sin embargo, la implementación de estas normas complejas plantea desafíos significativos en cuanto a la determinación del grado de cumplimiento de cada empresa con los correspondientes requisitos. Como resultado, es de esperar que exista un alto nivel de heterogeneidad en la transparencia lograda por las empresas, ya sea debido a los problemas técnicos inherentes a la recopilación de información y la composición de

estos informes empresariales anuales más sofisticados, o a la mencionada dicotomía entre la necesidad de transparencia y la necesidad de mantener la confidencialidad y el secreto corporativo.

La complejidad de estas regulaciones puede dificultar la interpretación y aplicación por parte de las empresas, especialmente para aquellas de menor tamaño o recursos limitados, en determinados sectores, o bien en compañías que vinieran ya aplicando otros estándares de reconocido prestigio de manera voluntaria, como los relacionados con el GRI (*Global Reporting Initiative*) u otros marcos de buenas prácticas anteriores. Además, la diversidad de sistemas contables previos a la armonización, y prácticas empresariales de carácter regional o nacional en diferentes lugares de la UE pueden llevar a interpretaciones dispares de los requisitos, lo que podría dar lugar a inconsistencias en la divulgación de información de país a país. Por lo tanto, si bien estas iniciativas representan un paso importante hacia una mayor transparencia y rendición de cuentas, es probable que se necesiten esfuerzos adicionales para garantizar una implementación efectiva y coherente en toda la UE que permita que este nuevo cauce de información corporativa, convenientemente elaborada, comunicada y verificada externamente, y en la que juega un papel destacado la divulgación de información sobre riesgos, sea una herramienta útil para la gestión corporativa y para que la UE afronte con éxito los diferentes retos planteados.

En este periodo crucial de implementación de normativas y estándares relacionados con la transparencia y la divulgación de información, es fundamental llevar a cabo una investigación empírica rigurosa que arroje luz tanto sobre las preguntas de investigación académicas como sobre la utilidad social para la mejora de la gestión empresarial y pública. La investigación empírica puede proporcionar información valiosa sobre el impacto y la efectividad de estas iniciativas regulatorias en sus

primeros periodos de implementación, así como sobre los desafíos y oportunidades que enfrentan las empresas y las autoridades reguladoras al respecto. Además, puede ayudar a identificar mejores prácticas y lecciones aprendidas en determinados países y sectores, que puedan guiar futuras políticas y decisiones empresariales.

II. INTERÉS Y JUSTIFICACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN

La noción de riesgos, su gestión y su divulgación ha sido abordada desde diversas disciplinas académicas a lo largo del tiempo. Cada campo de estudio aporta una perspectiva única y complementaria que enriquece nuestra comprensión de estos temas cruciales en la sociedad contemporánea. En el ámbito de las Ciencias Naturales, resulta inmediato localizar ejemplos como los de las disciplinas de la Geología y la Meteorología, que han abordado los riesgos asociados con fenómenos propios de sus ámbitos de estudio. La Geología estudia procesos que pueden desencadenar eventos catastróficos, como erupciones volcánicas y deslizamientos de tierra, y hasta qué punto estos eventos pueden ser pronosticados y gestionados. La Meteorología se ocupa del estudio de los fenómenos atmosféricos y climáticos, y cómo estos pueden afectar la seguridad y el bienestar humano, así como las estrategias de alerta temprana y respuesta frente a fenómenos meteorológicos extremos. Subsecuentemente, las diferentes ramas de la Ingeniería, por ejemplo, se han centrado en el diseño de estructuras y sistemas para resistir y mitigar los impactos de eventos adversos, como terremotos, inundaciones y accidentes industriales. En el ámbito de las Ciencias Sociales, disciplinas como la Sociología, la Psicología y la Economía han explorado los conceptos de riesgo y toma de decisiones en contextos individuales y colectivos. La Sociología ha examinado cómo las percepciones de riesgo están influenciadas por factores culturales, sociales y políticos, y cómo estas percepciones afectan al

comportamiento humano y a las estructuras sociales. La Psicología ha investigado los procesos cognitivos y emocionales subyacentes a la percepción y evaluación del riesgo, poniendo especial énfasis entonces en los riesgos percibidos por los individuos. La Economía, por ejemplo, se ha centrado en el análisis de los riesgos financieros y cómo los agentes económicos evalúan y gestionan estos riesgos en sus decisiones de inversión y consumo, aun cuando los riesgos tengan como origen la conducta errática o fraudulenta de individuos o un desastre natural, como ponen de manifiesto en la actualidad los sucesivos eventos relacionados con el cambio climático, con impacto en la actividad económica. Así, dentro del campo de las Ciencias Económicas y Empresariales, caben señalar, sin vocación de exhaustividad, a las áreas de conocimiento de la Organización de Empresas, en especial la Dirección Estratégica, y a la Economía Financiera y Contabilidad, en cuyo seno se ubican las Finanzas -y las disciplinas actuariales- y la propia Contabilidad como ciencia de la medición, en cuyo ámbito se han desarrollado ampliamente los estudios de divulgación de información corporativa en las últimas décadas.

En el ámbito de la Dirección Estratégica, el concepto de riesgo ocupa un lugar clásico dentro de sus temas principales ya que las decisiones estratégicas de una organización conllevan la posibilidad de enfrentarse a diversos riesgos que pueden afectar su capacidad para alcanzar sus objetivos a largo plazo. Allio (2006) rescata, entre las diez ideas clave del pensamiento estratégico, la del análisis de escenarios e incertidumbre, que retrotrae a los trabajos, durante la guerra fría, de Herman Kahn en la Corporación RAND. Los riesgos en la Dirección Estratégica pueden manifestarse de diversas formas, como cambios en el entorno competitivo, fluctuaciones en los mercados, incertidumbre económica, cambios en la regulación gubernamental, avances tecnológicos disruptivos, entre otros. La identificación, evaluación y gestión de estos

riesgos son aspectos fundamentales en el proceso de toma de decisiones estratégicas. La Dirección Estratégica implica la formulación e implementación de estrategias para aprovechar oportunidades y mitigar riesgos, y requiere una comprensión profunda de los riesgos potenciales que enfrenta una organización en su búsqueda de sus objetivos estratégicos. Por ejemplo, al desarrollar una estrategia de expansión internacional, una empresa debe considerar una variedad de riesgos potenciales, como la volatilidad cambiaria, los riesgos políticos y regulatorios en los países de destino, las diferencias culturales y las barreras de entrada en los nuevos mercados. Del mismo modo, al introducir un nuevo producto o servicio en el mercado, una empresa debe evaluar los riesgos asociados con la aceptación del mercado, la competencia, la innovación tecnológica y la gestión de la cadena de suministro. La disciplina aboga en general por un enfoque proactivo para anticipar y responder a los riesgos, así como la capacidad de adaptarse y ajustar la estrategia en función de los cambios en el entorno, pero no descarta también el papel crucial que juegan la “aversión al riesgo” o “preferencia por el riesgo” que presentan los equipos directivos (Stulz, 2008) y enlaza así con el ámbito de las finanzas corporativas, donde la cuantificación del riesgo y su incorporación como variable en sofisticados modelos cuantitativos es un elemento crucial. Baste recordar el trabajo seminal de William Sharpe, quien presentó el modelo en su artículo "*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*", publicado en 1964 y desarrollado posteriormente (Sharpe, 1977). El CAMP tiene en cuenta el riesgo sistemático, también conocido como riesgo de mercado, que es el riesgo asociado con el conjunto del mercado financiero, y el riesgo específico de un activo, que es el riesgo único de ese activo en particular. El CAPM establece una relación entre el rendimiento esperado de un activo, su beta (que mide

su sensibilidad a los movimientos del mercado) y la prima de riesgo del mercado (la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y el rendimiento libre de riesgo).

Más allá de la sofisticación matemática de los modelos de gestión de activos financieros actuales, esta referencia posiciona al riesgo como una variable cuantificable, medible, y con impacto en la toma de decisiones turbulenta propia de los mercados financieros, cuya importancia justifica un tratamiento riguroso de la misma. Desde el ámbito académico a la práctica profesional, el riesgo está presente no ya sólo como noción sino como variable explícita y cuantificada, como ocurre en la disciplina actuarial, donde se utiliza para evaluar y gestionar los seguros, fondos y planes de pensiones. Los actuarios son expertos en analizar las incertidumbres inherentes a estos productos financieros, y utilizan técnicas estadísticas y matemáticas avanzadas para estimar las probabilidades de eventos futuros y calcular las reservas necesarias para cubrir las obligaciones financieras de las aseguradoras y los fondos de pensiones, además de determinar los importes de las primas que deben abonarse. El impacto de la disciplina actuarial en el mercado de seguros y fondos de pensiones es significativo, ya que proporciona una base sólida para la fijación de precios de los productos, lo que contribuye a la estabilidad y solvencia de estas instituciones financieras, esenciales en la actualidad, pero que deben vigilar el riesgo a nivel sistémico en el sector, incluyendo esfuerzos de regulación si fueran necesarios (Jobst, 2014).

Sin olvidar los avances en materia contable habidos ya desde los trabajos seminales de Luca Pacioli (1445-1517) - *Summa de arithmetica, geometría, proportioni et proportionalita* (Venecia, 1494), quizá uno de los mayores hitos para la Contabilidad como disciplina tenga que ver con la percepción general e imperiosa de disponer de estados financieros fiables. La crisis económica que se desencadenó en los años 20 en

la economía norteamericana, culminando con el colapso del mercado de valores en 1929 y la subsiguiente Gran Depresión en los años 30, puso de manifiesto los desequilibrios intrínsecos y las deficiencias en la regulación financiera de la época. La superproducción en algunos sectores, junto con la especulación desenfrenada en el mercado bursátil, crearon una burbuja económica insostenible que inevitablemente estalló, provocando un catastrófico colapso económico y financiero. Este período de crisis puso en evidencia la necesidad urgente de proteger a los inversores y asegurar la estabilidad y transparencia del sistema financiero. Uno de los aspectos clave para lograrlo fue garantizar que los inversores tuvieran acceso a información empresarial regular, precisa y completa. Esta información debía ser publicada en registros adecuados y presentada de manera estandarizada para facilitar su comprensión y comparación. La estandarización de la información empresarial permitiría a los inversores evaluar de manera más precisa el desempeño financiero y la solidez de las empresas en las que planeaban invertir, lo que ayudaría a mitigar el riesgo y mejorar la confianza en el mercado financiero. Como respuesta a esta necesidad, se implementaron una serie de reformas regulatorias en los Estados Unidos, incluyendo la promulgación de normas como la *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934). Se establecieron así requisitos estrictos para la divulgación de información financiera por parte de las empresas, y se procedió a la creación de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) para supervisar y regular el mercado de valores y proteger los intereses de los inversores.

Estas medidas sentaron las bases para un sistema financiero más transparente y regulado, y se fueron extendiendo posteriormente a otros países, con iniciativas similares. Así, requisitos de transparencia empresarial que tienen un impacto en primer lugar en las empresas cotizadas, y un objetivo de protección de los inversores

en los mercados financieros secundarios, tiene posteriormente un efecto colateral o externalidad positivos a medida que dichos requisitos de contabilidad estandarizada, registros públicos y transparencia se van ampliando a otras empresas, incluyendo las medianas y pequeñas, según los casos. La presencia de información empresarial regulada, el impacto de esta en los diferentes agentes económicos, su calidad, la necesidad de verificarla externamente a través de procedimientos de auditoría adecuados, entre otros aspectos, motivaron un intenso desarrollo de trabajo académico al respecto. Además, las empresas comenzaron a divulgar información más allá de los requisitos, dando también paso al estudio de las causas y consecuencias de la información corporativa divulgada voluntariamente y su interacción con la información exigida por las normas.

Desde entonces, diversos enfoques teóricos han abordado esta problemática, siendo algunos de los más destacados, recopilados por Chivite (2013), *la teoría de la agencia*, *la teoría de la legitimación*, *la teoría de las señales* y *la teoría de los grupos de interés*, entre otros aportes y entre los que también destaca, para el apartado referido a la divulgación de información voluntaria, la contribución española al objeto de estudio con los trabajos de Larrán y García-Meca (2004), Rodríguez et al (2010), Gómez et al (2005), Bonsón y Escobar (2004), Saitua (2008) entre otros.

El entorno cambiante en el que se mueven las empresas europeas, marcado por diversas crisis sucesivas y por un nuevo abanico regulatorio en materia de información corporativa y de estandarización digital justifican el interés de emprender el presente trabajo de investigación, de marcado carácter empírico, que pretende contribuir a la discusión sobre las causas y las consecuencias de la divulgación de información empresarial mientras contempla la carrera entre información regulada, cuyo alcance

aumenta a cada paso, junto con nuevas prácticas de información voluntaria por parte de las empresas.

III. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

Con objeto de proporcionar una base más estable para la gestión y la divulgación de información corporativa, la Unión Europea ha implementado regulaciones clave. Particularmente, el Reglamento Europeo ESEF (*European Single Electronic Format*) ha establecido la obligación para empresas cotizadas europeas de cierta dimensión de presentar informes financieros anuales utilizando el lenguaje digital XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) a partir del período 2020-2021. Además, las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), programadas para entrar en vigor en otoño de 2023, imponen requisitos más rigurosos para la divulgación de información sobre sostenibilidad en los informes anuales, marcando un hito importante en este ámbito. Estos estándares colisionan con prácticas de reporte que, en muchos casos, aún siguen siendo desfasadas, caracterizadas por informes anuales extensos, desestructurados y en formatos PDF que dificultan el procesamiento automatizado. Este enfoque tradicional no se alinea con las necesidades de una economía dinámica y con un perfil de usuarios de información empresarial cada vez más sofisticados y exigentes. Estos desarrollos regulatorios pueden representar un avance significativo en términos de comparabilidad entre las empresas cotizadas europeas.

Las empresas cotizadas más influyentes en Europa, especialmente aquellas que forman parte del índice Euro Stoxx 50, desempeñan un papel destacado en el escenario empresarial europeo y global. De acuerdo con el sitio corporativo STOXX Ltd. (2024)

y su detallada metodología, el *Dow Jones EURO STOXX 50* es un índice bursátil que representa el rendimiento de las 50 empresas más grandes de la Eurozona, seleccionadas de entre 19 *super-sectores* en términos de capitalización de mercado. Este índice, creado en febrero de 1998, se basa en la evolución de más de trescientas compañías operativas en los países que utilizan la moneda única europea, pero se concentra específicamente en cincuenta de ellas. Los países incluidos en este índice son Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. El Dow Jones EURO STOXX 50 es ponderado por capitalización bursátil, lo que significa que no todas las empresas tienen el mismo peso en el índice, a diferencia de otros índices como el Dow Jones Industrial Average. Una característica clave de este índice es que ninguna compañía puede tener un peso superior al 10%. La composición del índice se revisa trimestral o semestralmente para asegurar que refleja con precisión el mercado. El sector financiero es el que tiene mayor peso dentro del índice. Además, el Euro STOXX 50 es uno de los índices más líquidos de la zona euro y sirve como subyacente para una variedad de productos financieros, incluidos fondos cotizados y fondos de inversión, lo que lo convierte en un indicador crucial para los inversores en la región.

A lo largo del presente trabajo se ha realizado una fijación de las empresas que lo componían en el primero de los capítulos que se dedican a análisis empírico, con objeto de mantener así la cohesión con los subsiguientes capítulos de este, y posibilitar de igual manera la preparación de trabajos longitudinales en futuras líneas de investigación. Como líderes en sus respectivos sectores y mercados, estas empresas están posicionadas para ejercer una influencia significativa en la adopción de las regulaciones ESEF y ESRS. Al ser pioneras en la implementación y cumplimiento de estos estándares, estas empresas no solo establecen un precedente importante, sino

que también pueden actuar como un efecto tractor, impulsando a otras compañías a seguir su ejemplo. Este fenómeno es especialmente relevante dada la prominencia y visibilidad de estas empresas, lo que las convierte en modelos a seguir para muchas otras en el ámbito europeo. La adopción temprana y exitosa de las regulaciones puede catalizar un cambio generalizado en las prácticas de divulgación y presentación de informes en toda la comunidad empresarial, contribuyendo a la armonización y la mejora de la transparencia y la sostenibilidad. Además, al liderar el camino en términos de cumplimiento normativo, estas empresas pueden fortalecer su reputación y credibilidad ante los inversores, los reguladores y otros *stakeholders*, reforzando aún más su posición en los mercados financieros europeos e internacionales. El trabajo entronca así con una tradición bien establecida de trabajos empíricos que buscan detectar posibles efectos positivos del cumplimiento de estándares, como los relacionados con la sostenibilidad (López, García y Rodríguez, 2007).

El presente trabajo aborda un análisis exhaustivo de las prácticas de cumplimiento de las principales empresas cotizadas europeas con las regulaciones ESEF y ESRS, así como una investigación en profundidad de los factores que pueden influir en las divulgaciones sobre riesgos en este nuevo entorno de reporte digital. Para llevar a cabo esta tarea, se han definido cuatro objetivos generales que orientarán la investigación:

Objetivo 1: Evaluar el grado de cumplimiento de las principales empresas cotizadas europeas con las regulaciones ESEF y ESRS en sus informes financieros y de sostenibilidad, en particular en la divulgación sobre riesgos empresariales en un entorno turbulento.

Objetivo 2: Analizar las diferencias en el cumplimiento de dichos niveles de reporte entre principales empresas cotizadas europeas en función de factores como el tamaño,

el perfil financiero, la ubicación geográfica y otros factores característicos de cada firma.

Objetivo 3: Ahondar en los aspectos tecnológicos, culturales y financieros que pueden causar un perfil divergente de transparencia en cuanto a riesgos en Europa.

Objetivo 4: Emitir un juicio razonado sobre la naturaleza de la información disponible, su calidad, su formato y su nivel de verificación para el análisis en el entorno *big data* descrito.

IV. METODOLOGÍA

El entorno empresarial actual presenta un desafío significativo, en parte debido a la complejidad y heterogeneidad del reporte empresarial, lo que dificulta la comparación entre empresas y el seguimiento a lo largo del tiempo. La diversidad en las prácticas de divulgación y la falta de estándares uniformes contribuyen a esta complejidad. A medida que las regulaciones, como ESEF y ESRS, impulsan la digitalización y la recopilación de datos a gran escala, se intensifica el desafío del análisis de información empresarial en un entorno de *big data*. La pregunta fundamental es si las empresas líderes serán capaces de cumplir el papel esperado de establecer estándares y servir como ejemplos en este contexto altamente complejo de *big data*. La gestión eficiente y el análisis de volúmenes masivos de datos financieros y de sostenibilidad son cruciales en este escenario. La capacidad de extraer información valiosa de este vasto océano de datos representa un desafío fundamental en la era del *big data*, y es esencial para garantizar la efectividad de las regulaciones y avanzar hacia una mayor transparencia y responsabilidad corporativa en el entorno empresarial actual. Por tanto, la naturaleza de los datos disponibles supondrá un reto metodológico que habrá

que sopesar en los diferentes capítulos de la tesis. La metodología se enfocará en la obtención y examen de informes financieros anuales emitidos por las principales empresas cotizadas europeas desde 2020 hasta 2023, los cuales estarán disponibles en formato XHTML (*eXtensible Hyper Text Markup Language*) con marcado XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*). El proceso se llevará a cabo en dos etapas distintas: la primera implicará la extracción de datos para evaluar la implementación del mercado digital, tal como lo exige el Reglamento ESEF, y para determinar la inclusión del contenido mínimo necesario relacionado con la divulgación de riesgos, conforme a las ESRS. La segunda fase comprenderá un análisis de cumplimiento, con el propósito de verificar si los informes efectivamente satisfacen los requisitos establecidos en las normativas. Posteriormente, se emplearán técnicas de análisis econométricos para identificar los factores y atributos empresariales que influyen en el grado de cumplimiento.

Recopilación de Datos: La fuente primaria de datos consistirá en los informes financieros anuales de las principales empresas cotizadas europeas entre los años 2020 y 2023. Estos informes se encontrarán disponibles en formato XHTML con el correspondiente marcado XBRL y serán la base fundamental para el análisis.

Extracción de Datos - Nivel 1 (Uso de Mercado Digital - ESEF): Se procederá a extraer los datos con el propósito de evaluar el grado de adhesión de las empresas a las regulaciones ESEF, enfocándose en su competencia en la utilización de herramientas de mercado digital. Este enfoque permitirá determinar su nivel de sofisticación en términos digitales y su cumplimiento con los marcos regulatorios.

Extracción de Datos - Nivel 2 (Cumplimiento de Normas ESRS): Se realizará otra fase de extracción de datos para evaluar si los informes contienen el contenido mínimo requerido por las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS). Este análisis

proporcionará información crucial sobre el grado de cumplimiento en lo que concierne a la divulgación de riesgos.

Análisis de Cumplimiento: Se procederá a analizar en profundidad el contenido de los informes financieros anuales. La evaluación se centrará en determinar si los informes cumplen de manera efectiva con los requisitos de las regulaciones ESEF y ESRS, y no se limitará simplemente a una coincidencia textual.

Análisis Econométrico: Se aplicarán técnicas de análisis econométrico multivariante para examinar las disparidades en el cumplimiento de las regulaciones ESEF y ESRS, tomando en consideración diversos factores y características empresariales. Esto incluirá variables como tamaño, perfil financiero y país de ubicación.

Esta metodología posibilitará una evaluación del cumplimiento de las regulaciones por parte de las principales empresas cotizadas europeas, al tiempo que contribuirá a la identificación de los factores que ejercen influencia en dicho cumplimiento. Los resultados resultarán útiles para una comprensión más adecuada de la adaptación empresarial a las normativas digitales y de sostenibilidad en Europa.

V. ESTRUCTURA DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

La estructura del presente trabajo es como sigue: el Capítulo 1, titulado "Importancia de la Revelación de Información sobre Riesgos en un Entorno Turbulento", explora la necesidad y el fundamento teórico de divulgar información corporativa sobre riesgos en un entorno empresarial dinámico y cambiante.

El Capítulo 2, "Divulgación sobre Riesgos e Información no Financiera, Evidencia en un Nuevo Contexto Europeo", se adentra en un análisis teórico y empírico de la divulgación de información no financiera en el actual contexto regulatorio europeo,

donde se tienen en cuenta también marcos de referencia previos de reconocido prestigio internacional.

Posteriormente, el Capítulo 3, "Explorando Nuevas Vías para la Presentación de Informes Corporativos en Europa: Sostenibilidad y Estándares Digitales", examina las tendencias emergentes en la presentación de informes corporativos, centrándose especialmente en la sostenibilidad y los estándares digitales.

Finalmente, el Capítulo 4, "Prácticas Emergentes en Auditoría: Análisis de Cuestiones Clave de Auditoría en un Nuevo Contexto de Presentación de Informes Digitales en Europa", analiza las implicaciones de la digitalización en la práctica de auditoría y destaca las cuestiones clave que deben abordarse.

Estos capítulos ofrecen un enfoque estructurado para explorar la intersección entre la divulgación de riesgos, la sostenibilidad y la digitalización en el contexto empresarial europeo contemporáneo.

El trabajo ha requerido la tutorización continua y dedicada de los profesores Lázaro Rodríguez Ariza, de la Universidad de Granada, y Francisco Flores, de la Universidad de La Laguna, sin cuyo apoyo habría resultado imposible. También se ha contado con la colaboración- del profesor Diego Valentinetti de la Università degli studi Chieti-Pescara (Italia), la profesora Agnieszka Majewska de la Uniwersytet Szczeciński (Polonia), ambos tutelaron al doctorando durante sendas estancias de investigación y contribuyeron e inspiraron factores clave de esta, y la Dra. María Mora Rodríguez, líder en inteligencia artificial en Fujitsu, que realizó importantes contribuciones en materia de digitalización y estandarización de informes corporativos. También resultaron de especial importancia los trabajos de revisión referidos a la publicación

de uno de los capítulos en la revista *Scientific Annals of Economics and Business* de Iasi (Rumanía).

CAPÍTULO 1: IMPORTANCIA DE LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS EN UN ENTORNO TURBULENTO

1.1 Introducción.

Desde mediados de los años 1980 hasta aproximadamente 2006, las economías desarrolladas vivieron un periodo denominado *Gran Moderación*, caracterizado por una apreciable estabilidad y disminución de la volatilidad de la producción, los índices de precios, y a una cierta credibilidad de las políticas macroeconómicas (Bernanke, 2004). Casi veinte años después, el entorno global se ha vuelto mucho más turbulento. Ya hacia el final de dicho periodo, comienzan a sucederse en los Estados Unidos y otros países toda una suerte de escándalos corporativos (recopilados más sistemáticamente en Amezaga, 2019) de gran alcance, que tienen que ver con la manipulación de la información contable. Adelphia (en 2002), sexto proveedor de televisión de pago en EE.UU., quiebra y su fundador y familiares son procesados por ocultación de deuda, divulgar información clave falsa, y falta de consolidación de otras sociedades. La fusión de American Online con Time Warner (AOL Time Warner) en el año 2000 se sigue de una serie de fraudes relacionadas con la inflación de cifras de clientes, irregularidades en la consolidación y otras operaciones, hasta 2002. Aurora Foods también incurrió en prácticas inadecuadas consistentes en falta de reconocimiento de algunos gastos e inflado de activos. Tanto AOL Time Warner como Aurora tuvieron que compensar a sus respectivos accionistas. Sirvan pues los ejemplos ilustrativos aportados por Amezaga para contextualizar la multitud de casos que rodean a los, sin duda, mucho más conocidos de Enron en 2001 -dedicada a la producción y comercialización de gas natural y otros derivados- y WorldCom en 2002 -empresa gigante de las comunicaciones e Internet-.

Los escándalos corporativos de Enron en 2001 y WorldCom en 2002 comparten varias similitudes fundamentales, que resaltan la necesidad de un control más riguroso sobre la calidad de la información que las empresas divulgan. Ambas compañías se involucraron en prácticas contables fraudulentas de gran escala para inflar sus ingresos y ocultar deudas, engañando a inversores y reguladores sobre su verdadera situación financiera. Enron utilizó complejas estructuras fuera de balance y transacciones engañosas para presentar un estado financiero mucho más saludable de lo que realmente era, mientras que WorldCom infló sus ganancias mediante la capitalización indebida de costos operativos. Estos casos paradigmáticos, que resultaron en pérdidas masivas para los inversores y la quiebra de las compañías, subrayan la crítica necesidad de una mayor transparencia y fiabilidad en la información financiera que proporcionan las empresas. En particular, ponen de relieve la importancia de divulgar adecuadamente los riesgos, incluidos aquellos relacionados con acciones fraudulentas de los propios administradores, y cómo se gestionan. Ambos casos sugieren la necesidad de implementar controles más estrictos y regulaciones más robustas para asegurar que la información empresarial sea precisa y completa, protegiendo así a los inversores y al mercado en general y evitando la pérdida de miles de empleos. Sirvieron de antesala, además, para la explosión de las .com al poner de manifiesto las deficiencias en la transparencia y fiabilidad de la información financiera que las empresas proporcionaban. Durante el auge de las .com a finales de los años 90 y principios de los 2000, muchas empresas tecnológicas también inflaron artificialmente sus perspectivas de crecimiento, de forma cuanto menos similar a las prácticas fraudulentas observadas en Enron y WorldCom. Estos procesos subrayaron la vulnerabilidad del mercado a la información imprecisa y a la falta de controles adecuados. Los inversores, ya sensibilizados por los colapsos de Enron y WorldCom,

comenzaron a cuestionar la veracidad de las afirmaciones y los modelos de negocio de muchas empresas tecnológicas, lo que contribuyó a la eventual explosión de la burbuja de las .com. (caso estudiado en más detalle en Sidak, 2003 y en Wheale y Amin, 2003).

La conexión entre sucesivas crisis financieras es un tema explorado incluso a nivel cuantitativo por algunos autores como Phillips y Yu, (2011), que identifican mecanismos de transmisión y contagio entre mercados. La naturaleza de la crisis de las *subprime*, originada en EE.UU. y con contagio en la banca europea, la crisis de prima de riesgo y/o deuda pública en Europa, los efectos en los mercados de materias primas sugieren que la necesidad de más y mejor información para la toma de decisiones no afecta sólo a las empresas sino también a las características de los productos que se intercambian, y de la solvencia de los agentes que intervienen.

Si bien las diferentes crisis reseñadas tenían un fuerte componente endógeno o intrínseco a las propias compañías, sus sistemas de información contable y el nivel ético de sus órganos gestores, las sucesivas crisis posteriores traen una nota de contraste, su carácter de shock externo -al menos desde la perspectiva de una empresa o sector dados- y su alcance a nivel geopolítico global: la pandemia de COVID19, la invasión de Ucrania por parte de Rusia, y los ataques de Hamas a Israel, con la consiguiente respuesta y conflicto en Oriente Próximo. Todos estos fenómenos, algunos aún demasiado próximos como para permitir un análisis más sosegado, de nuevo invitan a repensar el marco de información con el que se cuenta para la toma de decisiones en y desde las empresas hacia los diferentes *stakeholders* -incluyendo a los gestores públicos- y a la sociedad abierta en general. La respuesta regulatoria ha tratado de estar, en la Unión Europea, a la altura de estos retos.

1.2 Aproximación a la revelación de información corporativa sobre riesgos.

La sociedad civil global se caracteriza en la actualidad por su creciente apertura e interconexión, donde se ha desarrollado una conciencia más sólida e informada sobre temas cruciales como la sostenibilidad, el respeto a los Derechos Humanos, la protección de la infancia y la lucha contra el cambio climático. Esta evolución se ha visto impulsada por una mayor disponibilidad de información y una creciente demanda de transparencia y responsabilidad por parte de empresas y organizaciones en todo el mundo. La sostenibilidad ha dejado de ser un concepto marginal para convertirse en un principio fundamental que guía las decisiones de gobiernos, empresas y consumidores. La preocupación por el medio ambiente y el agotamiento de los recursos naturales ha llevado a un incremento en las iniciativas que promueven prácticas empresariales responsables y sostenibles. Las empresas están cada vez más obligadas a considerar el impacto ambiental de sus operaciones y en la gestión de riesgos que llevan a la práctica. A través de su serie de revisiones sobre riesgos, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha explorado diversos retos en este frente como el coste real de los desastres (2018), o el nivel de riesgo de las infraestructuras críticas (2019), sin descuidar las tendencias en comunicación sobre riesgos (2016). En este último aspecto, los expertos consultados coinciden en la necesidad de más estudios que tengan en cuenta las diferencias que pudieran darse entre países.

Sin duda EE.UU. ha seguido proporcionando avances en materia de regulación empresarial con impacto directo en la gestión de riesgos. Ya desde los años inmediatamente posteriores a los escándalos corporativos, la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (2002) (SOX), con un reforzamiento de los requisitos de divulgación de información y mecanismos de gobierno corporativo, de

perfeccionamiento de los sistemas de auditoría interna y de incremento de las sanciones por incumplimiento. Diversos autores, como Barger *et al.*, (2010), han estudiado cómo dicha norma ha llevado a diversas compañías estadounidenses a modificar su actitud hacia el riesgo -de hecho, aumentar su aversión al mismo-. Otros autores han detectado mejoras en el comportamiento bursátil de empresas que ya venían desarrollando un buen nivel de transparencia y gobernanza, tras la entrada en vigor de la SOX (Akhigbe y Martin 2008). Cortijo (2007) reflexiona sobre otros impactos de la SOX en la regulación europea, en concreto el caso español, como las primeras regulaciones sobre gobierno corporativo en 2003, o el hecho de que diversas empresas cotizadas españolas (y europeas) deban incrementar y mejorar sus niveles de gobernanza y transparencia para operar en los mercados norteamericanos.

Con un reforzamiento de estos mecanismos, las empresas estarían así en una mejor posición para asumir los denominados Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) promulgados desde la Organización de las Naciones Unidas (ONU) en septiembre de 2015, que agrupan en concreto 17 Objetivos, divididos en 169 metas, a cumplir en 2030 bajo la denominada Agenda 2030 (UN, 2024). Además, la Agenda 2030 reconoció por primera vez el papel fundamental del sector empresarial en el desarrollo, equiparando sus contribuciones al desarrollo sostenible con las de los Estados y la sociedad civil. Esto implica un avance significativo y una doble oportunidad. Por un lado, las empresas ya no son simplemente financiadores o donantes, sino que se consideran socios indispensables en el proceso. Por otro lado, “el desarrollo sostenible ofrece a las empresas nuevas oportunidades de negocio que deben reconocer y aprovechar” (UN, 2024). Es en este contexto global donde se han ido desarrollando diversos marcos de revelación de información, en primer término,

voluntaria, y posteriormente, regulada y exigida, con especial foco en la Unión Europea.

1.3 Definiciones en torno a la noción de riesgos corporativos.

Tal y como establecen Lundgren y McMakin (2018), la gestión de riesgos (*risk management*) comienza con la evaluación de riesgos (*risk assessment*). Siguiendo a estos autores, parece clave que la comunicación de información sobre riesgos es un aspecto consustancial a la propia gestión del mismo. Así, establecen que “en ocasiones los gestores de riesgo los divulgan para generar una acción en la audiencia -*crisis communication*-, educar a dicha audiencia para que conozca el riesgo y pueda actuar -*care communication*- o para llegar a acuerdos -*consensus communication*-. Todo lo cual refuerza la noción de que la gestión de riesgo implica su divulgación, para lo cual, como en todo proceso comunicativo, se requiere de una *taxonomía* generalmente aceptada. Dicho marco de comunicación lo suele proporcionar un estándar de reconocido prestigio, o bien una norma en vigor. Además, dichos marcos pueden ser específicos de gestión de riesgos, o bien ser marcos generales de reporte corporativo que incorporan requisitos sobre gestión y divulgación de riesgos.

Sin ser exhaustivos, son dignos de mención, en el primer caso, el marco COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*), y en el segundo, el marco GRI (*Global Reporting Initiative*). En cuanto al COSO, es un marco líder a nivel mundial. Operando desde 1992 con el apoyo de la comunidad contable norteamericana, la organización COSO es considerada como punto de referencia para las empresas que cotizan en bolsa en diversas industrias. El modelo actual, establecido en 2017, presenta una evolución significativa con respecto al

modelo anterior emitido en 2004, que ahora se basa en cinco componentes interrelacionados: gobernanza y cultura; establecimiento de estrategias y objetivos; actuación; revisión y seguimiento; y finalmente, información, comunicación y presentación de informes. Algunos de los indicadores presentes en este marco de referencia tienen que ver con si la empresa hace referencia, en sus revelaciones, a riesgos ambientales y sociales, siendo muy relevante la relación entre riesgo e información no financiera.

Los estándares y directrices no financieros o de sostenibilidad también proporcionan métricas y estrategias de riesgo relevantes. Los estándares de la *Global Reporting Initiative* (GRI) proporcionan un poderoso marco de referencia. Estos estándares se proporcionan de forma gratuita como un bien público y, como detalla la propia organización, desde su lanzamiento en 1997 han sufrido sucesivas modificaciones, incluida su alineación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas entre 2015 y 2017 (GRI, 2024). También es interesante extraer de este marco algunos de los requisitos relacionados con el riesgo; por ejemplo, si la responsabilidad final de la empresa en estos asuntos está correctamente identificada o si la empresa monitorea y responde a la corrupción.

Existen otras iniciativas sobre evaluación y comunicación de riesgos, por supuesto, con alcance y aceptación global, como, en el ámbito financiero, las desarrolladas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en relación con los riesgos y su cobertura, en lo que se conoce como Basilea III (BIS, 2024).

Por otro lado, también merece consideración la denominada Directiva Solvencia II, cuyo propósito es la codificación y armonización en el sector asegurador, y que consta de tres pilares con requisitos cuantitativos, de gobernanza y gestión, así como de divulgación y transparencia (EIOPA, 2024). Por tanto, las empresas se ven así en

disposición de mejorar sus estructuras de gestión y sus dinámicas de divulgación de riesgos, en presencia de estándares sofisticados y globalmente aceptados, aun cuando la sofisticación y complejidad de los propios estándares pueden llevar a no poder determinar adecuadamente el grado de cumplimiento o a permitir una eficiente comparabilidad de la información publicada.

1.4 Acercamiento a las principales corrientes teóricas sobre revelación de información corporativa.

Es necesario contextualizar el presente trabajo de investigación en el marco de los diferentes aportes teóricos que se ocupan desde hace varias décadas de la transparencia empresarial, en cuyo seno tiene lugar la divulgación de información sobre riesgos corporativos. Sin pretender tampoco resultar exhaustivos, resulta necesario incorporar algunas reflexiones sobre la teoría de la *agencia*, la de la *legitimación*, la de las *señales*, la de los *costes de los propietarios*, y por último la de los *grupos de interés*, como las más referenciadas en los trabajos de esta naturaleza.

En que concierne a la primera de las teorías, la denominada de la *agencia*, por referirse a la asimetría de información que existe en la empresas entre el *principal* y el *agente*, se debe considerar que, bajo su enfoque, la información sobre riesgos debería ser divulgada para reducir así la asimetría de información entre los accionistas de las compañías y los equipos directivos de las mismas, en consonancia con otras piezas del reporte empresarial, pero en el caso de la información sobre riesgos (Gray *et al.*, 1995; Jensen y Meckling, 1976; Pina y Torres, 1996; Abraham and Cox, 2007). Ahmad *et al.* (2021) encuentran relación entre la divulgación de información sobre riesgos y las estructuras de gobierno corporativo, respaldando así la visión de esta

teoría y su aplicabilidad con datos recientes al caso de la divulgación de información sobre riesgos.

En cuanto a la visión complementaria que arroja la denominada *teoría de la legitimación*, ésta considera que la empresa, por el mero hecho de existir y operar, asume un contrato con la sociedad, en parte explícito y en parte implícito, y divulgando información -también sobre riesgos- se legitima y respalda su reputación, dando cumplimiento así a su cometido social (Guthrie y Parker, 1989, Suchman, 1995). Oliveira *et al.*, (2011) encuentran un marco adecuado en esta teoría para explicar la divulgación voluntaria de información sobre riesgos por parte de bancos portugueses, detectando cómo estas divulgaciones mejoran la reputación de las correspondientes empresas. En cuanto a la teoría de las *señales*, estimula a reflexionar sobre la efectividad de la información divulgada, si dicha información aporta algo nuevo sustancialmente informativo respecto de otros canales ya existentes, y lleva a especular sobre su credibilidad, invitando a profundizar sobre el papel de su verificación externa. La propia falta de información, por ejemplo, respecto de competidores, también constituye una señal en sí, que en el caso de los riesgos puede ser positiva o negativa (Connelly *et al.*, 2011). Elzahar y Hussainey, (2012) encuentran una influencia significativa de la divulgación de información sobre riesgos en Reino Unido, que se percibe como señal positiva en determinados sectores.

Completando el panorama de enfoques teóricos, enriquece el mismo la consideración de la teoría de los *costes de los propietarios*. En tanto que la divulgación de información supone un coste para las empresas, que reduce la rentabilidad de los accionistas o repercute en los precios que pagan los clientes, y evita que las empresas desarrollen una transparencia total (Verrechia, 1983, Wagenhofer, 1990)., también induce a considerar factores como la digitalización de la información divulgada -como

ocurre en el presente trabajo de investigación, sobre XBRL-, que podría reducir dichos costes (Wu y Vasarhelyi, 2004).

Quizás uno de los enfoques que pueden considerarse como de mayor arraigo en los trabajos de esta naturaleza sea la de los grupos de interés o *stakeholders*. En unas empresas más influenciadas por los *otros* grupos de interés -diferentes al accionariado-, que incluyen hasta la propia sociedad civil global, se producen asimetrías entre el poder de dichos grupos que presionan a las empresas y podrían llegar a sesgar las características concretas de las regulaciones -ya que éstas también son fruto de procesos participativos- y pueden ayudar a comprender diferencias entre países y sectores en cuanto al nivel de divulgación alcanzado. A su vez, una mayor divulgación ayuda a estrechar lazos y fidelizar a dichos grupos de interés (Freeman, 1984, Freeman *et al.*, 2010), permitiendo así su supervivencia a más largo plazo (Phillips *et al.*, 2003).

1.5 Marco legal europeo y retos globales emergentes: interacciones con la nueva preocupación por la sostenibilidad y el reporte digital.

El contexto empresarial y contable ha experimentado transformaciones significativas en las últimas décadas, influenciado por un reconocimiento creciente de la relevancia de la transparencia y la responsabilidad en la rendición de cuentas corporativas. Diversos factores han desempeñado un papel fundamental en la configuración del panorama actual de la contabilidad y la divulgación de información empresarial, en particular en lo que concierne a la divulgación de información sobre riesgos. La sucesión de diversas crisis a lo largo de las últimas décadas, que incluyen conflictos bélicos, actos de terrorismo y la reciente pandemia, ha creado un entorno empresarial caracterizado por la volatilidad y la incertidumbre. Estos eventos han destacado la

importancia de una divulgación de riesgos efectiva por parte de las empresas cotizadas para abordar las amenazas y desafíos cambiantes que enfrentan.

En este contexto de crisis y desafíos continuos, es fundamental reconocer que existen diversos tipos de riesgos que las empresas cotizadas deben afrontar. Estos riesgos abarcan desde los riesgos financieros y operativos hasta los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, *-environmental, social and corporate governance-*, por sus siglas en inglés). Además, la divulgación sobre riesgos se encuentra en constante evolución, con distintos estándares y enfoques para su reporte. La convergencia de estos factores ha generado una creciente necesidad de comprender cómo las empresas cotizadas se enfrentan a esta diversidad de riesgos y cómo comunican esta información a los inversores y otras partes interesadas.

Como se señaló anteriormente, buscando una mejora sustancial de la información corporativa disponible, la Unión Europea ha implementado regulaciones clave. Particularmente, el Reglamento Europeo ESEF (*European Single Electronic Format*) ha establecido la obligación para empresas cotizadas europeas de cierta dimensión de presentar informes financieros anuales utilizando el lenguaje digital XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) a partir del período 2020-2021. Además, las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), programadas para entrar en vigor en otoño de 2023, imponen requisitos más rigurosos para la divulgación de información sobre sostenibilidad en los informes anuales, marcando un hito importante en este ámbito. Estos estándares colisionan con prácticas de reporte que, en muchos casos, aún siguen siendo desfasadas, caracterizadas por informes anuales extensos, desestructurados y en formatos PDF que dificultan el procesamiento automatizado. Este enfoque tradicional no se alinea con las necesidades de una economía dinámica y con un perfil de usuarios de información empresarial cada vez

más sofisticados y exigentes. Estos desarrollos regulatorios pueden representar un avance significativo en términos de comparabilidad entre las empresas cotizadas europeas. Sin entrar en más detalles sobre dichos marcos normativos en su vertiente empresarial, ya que serán abordados más adelante en el presente trabajo, sí que conviene detenerse brevemente en contextualizar adecuadamente el papel que juega el estándar digital XBRL en este contexto.

XBRL, (*eXtensible Business Reporting Language*), es un lenguaje de marcado desarrollado específicamente para la presentación y el intercambio de informes financieros y empresariales de manera estandarizada y legible por computadora. Su historia se remonta a finales de la década de 1990 cuando Charles Hoffman, un auditor, comenzó a investigar sobre la necesidad de mejorar la comunicación de datos financieros entre empresas y reguladores. En 1998, Hoffman fundó el consorcio XBRL International, que reunió a un grupo de profesionales de contabilidad, reguladores y desarrolladores de software para desarrollar un estándar para la presentación electrónica de informes financieros. En 2001, se lanzó la primera versión del estándar XBRL, y desde entonces ha experimentado múltiples actualizaciones y revisiones para adaptarse a las necesidades cambiantes del mundo empresarial y regulatorio. XBRL ha ganado una amplia aceptación en todo el mundo como el estándar para la presentación de informes financieros y empresariales, siendo adoptado por reguladores, gobiernos y empresas en numerosos países. Facilita la presentación de informes financieros de manera más eficiente, precisa y transparente, al permitir la codificación de datos financieros en un formato estructurado y legible por aplicaciones informáticas, lo que facilita su análisis y comparación. Al tratarse de un estándar abierto, permite saltar mejor la frontera entre aplicaciones y formatos, minimizando el trasvase de datos financieros y empresariales, reduciendo el coste de

transmisión y los posibles errores humanos, facilitando su análisis estandarizado, más allá de estándares concretos comerciales. XBRL, ya desde 2005 se empieza a utilizar también en la UE, en concreto desde proyectos liderados desde España como el proyecto COREP (2005) para dar soporte digital a la integración europea de estándares de supervisión bancaria, entre otros usos. XBRL ha evolucionado desde su concepción a finales de los años 90 hasta convertirse en un estándar globalmente reconocido y utilizado para la presentación de informes financieros y empresariales, desempeñando un papel muy en la mejora de la transparencia y la eficiencia en la comunicación de información financiera, y posteriormente no financiera, con proyectos vanguardistas como los impulsados por la propia AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) con su ponencia de información integrada.

1.6 Necesidad de análisis empírico respecto del nuevo entorno de reporte digital europeo.

El trabajo de investigación se enmarca en la evaluación del cumplimiento de las empresas cotizadas europeas con las regulaciones ESEF y ESRS, así como en la exploración de los factores que podrían influir en este cumplimiento, en particular en lo que concierne a la divulgación de información sobre riesgos. Con objeto de poder posteriormente contextualizar los resultados con los obtenidos con referentes como el que aportan Frias-Aceituno *et al.* (2014), se articularán diversas hipótesis que tienen como foco diversas características de cada empresa, comunes a la literatura del reporte en materia de riesgos:

H1: Las empresas cotizadas más prominentes de Europa, en términos de total de activos, se espera que presenten un nivel de divulgación sobre riesgos superior, y una

mejor observancia de ESEF y ESRS en comparación con las empresas de menor envergadura. Esto se basa en la premisa de que las empresas de mayor tamaño suelen disponer de recursos y capacidades financieras y técnicas más sólidos, lo que podría facilitar la implementación de modificaciones y la conformidad con los estándares de informes más rigurosos.

H2: Se espera que las empresas cotizadas líderes en Europa con una plantilla más extensa muestren una mayor predisposición a suministrar, en el contexto de aplicación ESEF y ESRS, más información sobre riesgos en comparación con aquellas con una plantilla más reducida. Esto se deriva de la noción de que las empresas con un número mayor de empleados pueden contar con una capacidad superior para abordar la complejidad de los informes exigidos y gestionar eficazmente la transición a los formatos digitales. El tamaño empresarial, junto a otros factores, parece influir, según recientes estudios como el de Al-Shaer *et al.*, (2023) en el reporte en materia de sostenibilidad en el que se encuadra la divulgación sobre riesgos.

H3: Las principales empresas cotizadas europeas con un perfil financiero más saludable, medida en términos de rentabilidad y niveles de endeudamiento, serán más propensas a cumplir con los estándares ESEF y ESRS. Las empresas con un perfil financiero sólido pueden estar en una mejor posición para invertir en tecnología y recursos necesarios para la cumplir con las regulaciones.

H4: Se espera que las principales empresas cotizadas europeas que realicen inversiones más intensivas en relación con la dimensión de sus operaciones muestren una mayor propensión a cumplir con los estándares ESEF y ESRS, particularmente en lo que respecta a la divulgación de riesgos. Las inversiones intensivas pueden indicar un compromiso con la mejora y la modernización, lo que podría traducirse en una mayor disposición para cumplir con las regulaciones y proporcionar información más

detallada sobre riesgos. En efecto, el perfil financiero parece influir en la calidad del reporte empresarial, como sugieren Elayan *et al.*, (2016).

H5: Las principales empresas cotizadas europeas ubicadas en países con una prolongada tradición de cumplimiento normativo y transparencia se espera que presenten una mayor inclinación a cumplir con los estándares ESEF y ESRS, especialmente en lo que se refiere a la divulgación de riesgos, en comparación con aquellas ubicadas en países con una menor tradición en este aspecto. Dichos países podrían albergar una cultura empresarial arraigada en la transparencia y la responsabilidad, lo que podría influir en la disposición de las empresas a cumplir con las regulaciones y a proporcionar información más detallada sobre riesgos. En efecto, la literatura recoge el efecto país como relevante para justificar diferencias entre calidades del reporte empresarial (Tang *et al.*, 2016), a pesar de que algunos autores han encontrado evidencias en contrario (Beretta y Bozzolan, 2004) en lo referente a la divulgación sobre riesgos. Es también interesante valorar los posibles impactos en la naturaleza de la verificación que se realiza de la información no financiera que alberga a la información sobre riesgos.

Las hipótesis planteadas ofrecen una estructura sólida para investigar la relación entre el tamaño de la empresa, su perfil financiero, inversión intensiva, tradición normativa del país y el nivel de divulgación de riesgos. Estos elementos, junto con otras variables pertinentes, se explorarán en profundidad para comprender mejor los patrones y determinantes detrás de la divulgación de riesgos empresariales en el contexto europeo.

A través de un análisis sistemático, esta investigación busca arrojar luz sobre cómo las empresas europeas están abordando la divulgación de riesgos en un entorno regulatorio en evolución y en un contexto de creciente atención a la sostenibilidad y

la transparencia. Los hallazgos resultantes no solo tendrán implicaciones para la comprensión teórica de la divulgación de riesgos, sino también para la práctica empresarial y la formulación de políticas, contribuyendo así al cuerpo de conocimientos en el ámbito de la gestión empresarial y la rendición de cuentas corporativa, sin olvidar el impacto que dicho nuevo panorama de reporte empresarial pueda tener en la verificación posterior de dicha información, clave para garantizar su fiabilidad y por ende, su utilidad para los diferentes grupos de interés.

CAPÍTULO 2. DIVULGACIÓN SOBRE RIESGOS E INFORMACIÓN NO FINANCIERA, EVIDENCIA EN UN NUEVO CONTEXTO EUROPEO

El presente capítulo aborda la tarea de determinar el alcance y las características actuales de la divulgación de riesgos en Europa en el contexto de las prácticas corporativas de información no financiera. Se realiza un análisis de regresión lineal multivariante sobre el comportamiento de divulgación de riesgos en una muestra de empresas incluidas en el índice EURO STOXX 50, cuyos datos se recogieron de sus informes financieros anuales. Adicionalmente se realiza una primera exploración longitudinal respecto al estándar GRI. Fue posible detectar qué elementos de riesgo son reportados con mayor frecuencia por las empresas seleccionadas y qué informes empresariales tienen más probabilidades de contener información relevante sobre riesgos. También fue posible establecer un vínculo entre industrias específicas, países y perfiles financieros de empresas y niveles de divulgación de riesgos. Esta investigación empírica es particularmente relevante en el escenario actual donde convergen varios eventos: la evolución gradual, desde 2017, de la NFRD (Directiva de Información No Financiera) hacia una nueva Directiva de Información de Sostenibilidad Corporativa (CSRD); los posteriores requisitos legales para 2020 y 2021 del ESEF (Formato Electrónico Único Europeo) para dar soporte digital a la divulgación de los informes corporativos anuales; la pandemia y el nuevo escenario bélico en Europa. Este trabajo empírico proporciona evidencias empíricas relevantes sobre la divulgación de riesgos y la información no financiera en un entorno particular, es decir, la Europa anterior y posterior a la pandemia, en un contexto de creciente preocupación por un nuevo escenario de guerra y de desequilibrios a nivel global.

En relación con la estructura de este capítulo, en primer lugar repasamos el contexto teórico del concepto de riesgo y los marcos actuales que abordan la divulgación de riesgos, tanto los legalmente establecidos como los de uso voluntario, que incluye una revisión exhaustiva de la literatura académica relevante y las normativas internacionales que influyen en la gestión y comunicación de los riesgos empresariales. A continuación, se van a desarrollar las hipótesis de investigación que surgen como fruto de las incógnitas que se han identificado en la literatura y las necesidades que emergen del contexto corporativo presente. Posteriormente, se presenta la metodología estadística y la muestra usada para el análisis y la recolección de los datos. Finalmente, se aborda la discusión de los resultados obtenidos y se proponen direcciones posibles en relación con investigaciones futuras.

2.1. Marco teórico

Si bien la gestión interna de riesgos es sin duda un factor clave para el éxito empresarial en tiempos turbulentos, también es importante que las empresas garanticen una información adecuada y equilibrada sobre su gestión a los distintos grupos de interés, siempre que ello no ponga en riesgo su posición competitiva. La divulgación de riesgos se percibe entonces como un elemento esencial en la comunicación corporativa con los inversores, así como con otros agentes, permitiéndoles tomar decisiones mejor informadas. En este sentido, predominan las estrategias de legitimación simbólica para modificar la percepción por parte de los *stakeholders* (Hahn y Lülfs, 2014), pero persiste el problema de proporcionar información adecuada a los diferentes usuarios. Por tanto, la propia naturaleza de la información a transmitir al público plantea un desafío complejo, ya que la naturaleza de cada empresa es diferente, incluso dentro de un mismo sector. El imperativo de

realizar predicciones precisas del futuro se extiende tanto a las empresas como a la gestión pública, pero la fiabilidad de nuestra capacidad para prever acontecimientos futuros está cada vez más bajo escrutinio. La elaboración de modelos económicos, una tarea compleja en sí misma, se vuelve aún más formidable cuando se trata de pronósticos, particularmente en el ámbito impredecible de las recesiones (Loungani, 2001). El impacto persistente de una pandemia mundial sin precedentes, marcada tanto por una alta tasa de mortalidad como por colosales esfuerzos de contención, continúa resonando. Las cadenas de suministro corporativas se enfrentan a perturbaciones persistentes y las medidas restrictivas persisten, lo que ensombrece el panorama económico (Xu, 2020). Mientras el mundo se esfuerza por recuperarse, el surgimiento de un nuevo escenario bélico en Ucrania introduce turbulencias en los mercados de energía, cereales y otros suministros de alimentos, con implicaciones que se extienden a las tasas de interés futuras y, fundamentalmente, a niveles desafiantes de precios para los ciudadanos, gobiernos y gobiernos fuertemente endeudados. y empresas (Khudaykulova, 2022). Una previsión integral del futuro debe abarcar tanto los aspectos positivos, como las oportunidades de crecimiento para las empresas, como los negativos potenciales que, de materializarse, podrían resultar en una pérdida de valor para las empresas, lo que obligaría a considerar varios escenarios. La mayoría de los modelos de pronóstico se basan en juicios de expertos como métodos cualitativos o ventas históricas y variables cuantitativas relacionadas (Chase Jr., 1997). La demanda de información en tiempo real en este contexto es cada vez más fundamental, lo que impulsa la aparición de enfoques y herramientas novedosos, aunque persisten numerosos desafíos (Ferrara y Sheng, 2022). De hecho, los esfuerzos por determinar la probabilidad y el impacto de posibles pérdidas serían inútiles sin medidas preventivas acompañadas o, si se consideran inevitables, estrategias de

mitigación. Esta motivación ha impulsado el desarrollo de estudios sobre riesgos empresariales en diversas industrias, con sectores como la banca y los seguros a la cabeza en el empleo de métodos sofisticados (por ejemplo, Elshandidy *et al.*, 2018; Tahat *et al.*, 2019). En consecuencia, el reflejo de la gestión de riesgos es evidente no solo en las prácticas empresariales sino también en la evolución de las regulaciones, siendo el sector financiero, ejemplificado por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI, 2022), un ejemplo ilustrativo.

En el contexto europeo, la información empresarial ha experimentado una transformación sin precedentes en los últimos años, impulsada por la creciente importancia de la información no financiera dentro del marco regulatorio, así como por los nuevos formatos digitales obligatorios en los que se deben elaborar los informes anuales. La notificación de riesgos también está en el centro de atención debido a la influencia de la pandemia y la emergencia climática, como lo destaca la literatura más reciente (por ejemplo, Abhayawansa y Adams, 2021; Crovini *et al.*, 2022; Roberts y cols., 2022).

Dado este contexto, el objetivo de esta investigación es analizar el alcance y las principales características de comportamiento de la divulgación de riesgos corporativos relacionados con las prácticas de presentación de informes no financieros en toda Europa. Esta investigación empírica es particularmente relevante en el panorama actual de la dinámica pospandemia, y con los requisitos legales para 2020 y 2021 del ESEF (Formato Electrónico Único Europeo) (ESMA, 2020; XBRL, 2021) apoyar la publicación de informes corporativos anuales en formato electrónico, en conjunción con el nuevo escenario de guerra en Europa. La concurrencia de todos estos factores, de hecho, hace muy relevante una revisión en profundidad de las prácticas de divulgación de riesgos por parte de las principales empresas del

continente. Por lo tanto, este estudio exploratorio se centra en el período inmediatamente anterior a la entrada en vigor del marco ESEF. Adicionalmente, se realiza una primera exploración longitudinal respecto al estándar GRI (*Global Reporting Initiative*), con el objetivo de aportar evidencia preliminar que permita futuros estudios longitudinales. Este estudio amplía la literatura existente sobre el alcance y los determinantes de la divulgación de riesgos dentro de las prácticas de presentación de informes no financieros, incluidos los informes de sostenibilidad y los informes integrados (p. ej., Guthrie *et al.* , 2020).

Específicamente, esta investigación representa una contribución que insta a las empresas, los emisores de normas y los reguladores en el ámbito de la información no financiera y la sostenibilidad a canalizar sus esfuerzos hacia la mejora de los estados no financieros como el principal conducto para promover la información sobre riesgos corporativos. La importancia crítica de este énfasis radica en su potencial para aumentar la transparencia, confiabilidad y relevancia de las divulgaciones relacionadas con el riesgo. Al centrarse en los estados no financieros, se puede transmitir una comprensión integral de las complejidades del riesgo corporativo, ofreciendo a las partes interesadas un marco sólido para evaluar y navegar las complejidades de los entornos empresariales modernos. Además, nuestros hallazgos trascienden el alcance inmediato de las prácticas corporativas y amplían conocimientos valiosos que satisfacen los requisitos de información matizados de los formuladores de políticas y los inversores. En el panorama cambiante de los mercados financieros europeos posteriores a la crisis, el énfasis en reforzar los estados no financieros como repositorio principal de información sobre riesgos adquiere una importancia primordial.

A medida que Europa atraviesa transformaciones significativas, desde la evolución progresiva de la Directiva sobre informes no financieros (NFRD) hasta la promulgación de la nueva Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa (CSRD), la presente investigación sirve como una brújula oportuna. Orienta a las partes interesadas para alinear sus estrategias con el panorama regulatorio en evolución, facilitando la toma de decisiones informadas en una era marcada por desafíos sin precedentes, incluida la pandemia global en curso y las incertidumbres geopolíticas, como el surgimiento de un nuevo escenario de guerra en Europa.

Por tanto, la investigación llevada a cabo pone el énfasis en la importante relevancia de la información no financiera en el contexto europeo, esencialmente en el ámbito de la divulgación de riesgos corporativos. Considerando la evolución de los marcos de regulación y los nuevos retos globales como las tensiones geopolíticas y la pandemia, se acentúa la necesidad de perfeccionar y modificar los informes no financieros. Este estudio provee una visión precedente sobre cómo las corporaciones europeas están adaptando sus prácticas de reporte de los informes no financieros, conteniendo la sostenibilidad y la integración de riesgos, como respuesta a los últimos cambios normativos y el entorno empresarial dinámico. La evidencia empírica mostrada no solo trata de contribuir a la literatura existente, sino que además puede servir de recurso y orientación práctica a los emisores de normas, reguladores y empresas en aras al refuerzo de la confiabilidad, la relevancia y la transparencia de las divulgaciones y revelaciones de riesgos, de forma que ayude a las partes interesadas a tomar las mejores decisiones basadas en la información en épocas de incertidumbre. Las empresas deben divulgar información sobre sus actividades y los resultados de estas. La literatura académica ha abordado este problema desde diversas perspectivas, abordando la teoría de la agencia como uno de los principales marcos teóricos

(Mokhtar, 2017). En épocas posteriores se vislumbró la necesidad de que el enfoque del informe corporativo fuera más allá del accionariado. Es desde esta perspectiva que surgieron enfoques como la teoría de las partes interesadas (Freeman *et al.*, 2010), que prueba la importancia de considerar a todos aquellos grupos en los que impactan las actividades de las corporaciones, más allá de los accionistas.

Dentro del informe corporativo, que tiene múltiples aristas y dimensiones, merece especial atención la información publicada sobre los riesgos de diversa índole que afrontan las empresas por su evolución en los últimos años. El riesgo es una variable clave tanto en la gestión empresarial como en la formulación de políticas macroeconómicas, aunque no esté adecuadamente definido en muchos contextos (Moeller, 2011). El término riesgo, relacionado etimológicamente con "riscum" en latín, evolucionó al inglés a partir de la actividad náutica mediante su uso en seguros en una etapa temprana, y suele considerarse sinónimo de incertidumbre, inherente a cualquier negocio, acompañada de sus correspondientes efectos potenciales (normalmente si es negativo para la empresa) y su probabilidad de ocurrencia (Merna y Al-Thani, 2008). De hecho, como detallan Ibrahim y Hussainey (2019), el riesgo se define casi unánimemente en términos negativos, de posible pérdida. Sin embargo, en el ámbito de la gestión empresarial, el riesgo puede tener también connotaciones positivas, como oportunidades de negocio que, aunque normalmente inciertas, pueden conducir a beneficios significativos.

La divulgación de riesgos, por tanto, se ha convertido en un aspecto crítico del reporte corporativo, pues proporciona a las partes interesadas información crucial para valorar la sostenibilidad de la empresa y su salud financiera. La divulgación a menudo se considera un beneficio potencial para la empresa que informa, ya que fortalece su relación con las partes interesadas clave. En este sentido, varios autores han

examinado los lazos entre las divulgaciones de riesgos y el valor de la empresa o el modo en que reacciona el mercado, si bien no se produce un consenso unánime sobre la utilidad y el impacto de las revelaciones de riesgos. Heinle y Smith (2017) demuestran que la divulgación de riesgos disminuye el coste de capital de la empresa, proporcionando una mayor confianza a los inversores y reduciendo la percepción de incertidumbre. En contraste, Beatty *et al.* (2019) detectan un impacto decreciente de este tipo de divulgación en varios mercados en el período posterior a la crisis financiera. De esta forma, los beneficios de la divulgación de riesgos pueden ser contextualmente dependientes y variar con en función de la condición del mercado. Parece claro que la estrategia adecuada de gestión de riesgos varía según la naturaleza específica de ese riesgo. Por tanto, la revelación de los riesgos es un componente fundamental de la transparencia y la gobernanza empresarial, por lo que juega un papel crucial en la cimentación de una relación de confianza con todas las partes interesadas y en el impulso de un entorno corporativo más predecible y seguro.

Sin embargo, la investigación empírica no es fácilmente comparable si coexisten varios marcos regulatorios y de presentación de informes, que a menudo proporcionan un conjunto de indicadores clave de desempeño que permiten a las empresas detallar su desempeño en cada dimensión clave, financiera y no financiera (ambiental y de gobierno corporativo) con el correspondiente detalle de los riesgos relacionados. La diversidad de estos marcos puede generar debilidades en la forma en que se recopila y se presenta la información.

Determinados marcos de gestión de riesgos se han especificado para sectores determinados, adaptándose a las necesidades y características cada industria. Por ejemplo, el sector financiero cuenta con normativas específicas como Basilea III, que establece requisitos de capital y gestión de riesgos para las entidades financieras. En

su caso, el sector energético ha podido adherirse a normas como las del *Global Reporting Initiative* (GRI), que brindan directrices acerca de cómo reportar los impactos ambientales y sociales. Los marcos sectoriales conforman una mayor relevancia y precisión en la información divulgada, si bien limitan la capacidad de efectuar comparaciones transversales entre compañías de diferentes sectores. También existen marcos con un alcance más general que abarcan tanto las áreas financieras como no financieras de la información corporativa. Por ejemplo, el marco del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB), que busca armonizar la divulgación de información sobre sostenibilidad a nivel global. También es relevante el enfoque del *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), que proporciona recomendaciones sobre la divulgación de riesgos financieros relacionados con el cambio climático, aplicables a diversas industrias y regiones. La coexistencia de estos marcos sectoriales y generalistas y sectoriales crea un mosaico de normativas que, si bien enaltecen el panorama informativo, también le otorgan una mayor complejidad al análisis comparativo, por lo que puede llevar a interpretaciones desiguales y entorpecer el trabajo de los analistas, reguladores e inversores que buscan juzgar y comparar el rendimiento y la exposición al riesgo de distintas empresas.

A continuación, se especificarán los principales marcos regulatorios y de presentación de informes en la actualidad. Se explorarán sus características, el tipo de información que requieren y cómo cada uno de ellos acomete la divulgación de riesgos. Además, se discutirá cómo estos marcos contribuyen a la transparencia y la gestión de riesgos en las empresas, así como las oportunidades y desafíos que presentan para la investigación empírica y la práctica corporativa.

Existen varios marcos de riesgo corporativo que coexisten e interactúan, incluyendo también diversas fuentes de indicadores de riesgo que surgen de estándares financieros

y no financieros. Es lo habitual que las empresas hagan referencia a más de una de estas referencias internacionales como guía que siguen en sus correspondientes sistemas de gestión de riesgos y divulgaciones o revelaciones relacionadas. Sin la pretensión de ser exhaustivos, se pueden destacar algunos de los más importantes. Entre las iniciativas de fuerte preeminencia en el ámbito financiero se encuentran las desarrolladas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en relación con los riesgos y su cobertura, más conocido como Basilea III (BIS, 2022). Este marco regula los requisitos de capital y la gestión de riesgos en las instituciones bancarias, estableciendo estándares para mejorar la capacidad de adaptación del sector financiero.

Por otro lado, nos encontramos en la Unión Europea con la Directiva 2009/138/CE Solvencia II, cuya finalidad es la armonización y codificación del sector asegurador en relación con la posesión de suficientes recursos financieros. Esta directiva consta de tres pilares relacionados con requisitos cuantitativos, gestión y gobernanza, y transparencia y divulgación (EIOPA, 2022).

No tan específico de una industria determinada, el marco elaborado por el Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión Treadway (COSO, 2022) es un estándar líder a nivel mundial. Operando desde 1992 con el apoyo de la comunidad contable e industria norteamericana, COSO es muy popular como punto de referencia para las empresas que cotizan en bolsa en diversas industrias. El modelo actual, establecido en 2017, presenta una evolución significativa con respecto al modelo anterior emitido en 2004, y ahora se basa en cinco componentes que están interrelacionados entre sí: gobernanza y cultura, establecimiento de estrategias y objetivos, actuación, revisión y seguimiento, y finalmente, información, comunicación y presentación de informes. Algunos de los indicadores presentes en

este marco de referencia consideran las referencias de las compañías, en sus divulgaciones, acerca de riesgos ambientales y sociales, siendo muy relevante la relación entre riesgo e información no financiera.

Por otro lado, los marcos de información financiera también han logrado avances significativos en la divulgación obligatoria de determinados riesgos, de forma que son importantes las divulgaciones en los estados financieros para los usuarios de la información, principalmente inversores. En concreto, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), y más concretamente la NIIF 7, se refieren a los riesgos financieros asociados a los instrumentos financieros. Tanto la NIIF 9 como la NIC 32 también tienen particularidades y elementos específicos relacionados con la cobertura de riesgos, y otras NIIF también hacen referencia a riesgos financieros asociados, como por ejemplo contratos de alquiler ordinario (NIIF 15), contratos de arrendamiento (NIIF 16), contratos de seguro (NIIF 17) y, por extensión, en general, prácticamente todas las NIIF (NIIF, 2022). En relación con los riesgos no financieros, la literatura se limita a mencionar su aparición en informes y declaraciones basados en NIIF. En una línea similar a las NIIF, podríamos considerar las normas americanas, USGAAP, que también se centran en los riesgos financieros y requieren ciertas revelaciones (Tahat *et al.*, 2019).

Los estándares y directrices no financieros o de sostenibilidad también proporcionan métricas y estrategias de riesgo relevantes, entre los que destacan los estándares de la *Global Reporting Initiative* (GRI), que proporcionan un poderoso marco de referencia ampliamente aceptado. Dichos estándares se proporcionan de forma gratuita como un bien público y, como detalla la propia organización, desde su lanzamiento en 1997 han sufrido sucesivas modificaciones, incluida su alineación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas entre 2015 y 2017 (GRI, 2022).

También es interesante extraer de este marco algunos de los requisitos relacionados con el riesgo; por ejemplo, si la responsabilidad final de la empresa en estos asuntos está correctamente identificada o si la empresa monitorea y responde a la corrupción. Sin embargo, algunos académicos hacen referencia a la divulgación de GRI para advertir sobre posibles estrategias de legitimación que utilizan las compañías para informar sobre “aspectos negativos”, así como la operacionalización de la transparencia como una herramienta instrumental de “autorregulación” (Hahn & Lülfs, 2014; Vigneau & Adams, 2023), lo que reafirma la importancia de la regulación a la hora de definir los requisitos obligatorios de presentación de informes de sostenibilidad y las prácticas de aseguramiento no financiero para cubrir el cumplimiento de los principios y procesos de presentación de informes.

El Grupo Asesor Europeo de Información Financiera (EFRAG) y la Iniciativa de Información Global (GRI) anunciaron que sus respectivos estándares son interoperables. Esto significa que las empresas pueden utilizar GRI para cumplir con los requisitos de las Normas Europeas de Informes de Sostenibilidad (ESRS). Se trata de un importante paso adelante en la promoción de la adopción de los estándares GRI por parte de las empresas europeas (EFRAG, 2023).

Además, entre otros marcos y directrices relevantes disponemos del *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* y el *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*. El SASB instituye estándares determinados para distintas industrias, enfocándose en las revelaciones de información financiera material relacionado con la sostenibilidad. La divulgación de riesgos en el SASB es específica de la industria, centrándose en el modo en que los riesgos de sostenibilidad afectan el rendimiento financiero de la empresa.

Por su parte, el TCFD suministra un marco para la divulgación de riesgos financieros relacionados con el cambio climático, centrándose en cómo estos riesgos impactan en las compañías y su capacidad de crear valor en el largo plazo. Las recomendaciones del TCFD están organizadas en torno al gobierno corporativo, la estrategia, la gestión de riesgos, métricas y objetivos, de forma que se promueve una mayor comprensión de los riesgos climáticos y cómo impactan financieramente.

En las últimas décadas, la regulación empresarial se ha basado en la cristalización de prácticas exitosas anteriores de empresas líderes, particularmente en términos de transparencia. Esto ha provocado que el debate sobre la conveniencia de tales estándares permanezca abierto, así como una fuerte influencia mutua entre los marcos de divulgación voluntaria y la nueva regulación, que evolucionan en paralelo. Kravet y Muslu (2013) consideran, a la luz de sus resultados empíricos, que determinadas regulaciones sobre la divulgación obligatoria de riesgos podrían aumentar la volatilidad de la rentabilidad de las acciones de las compañías. Por otro lado, Dumay y Hossain (2019) reflexionan sobre la idoneidad de un marco de divulgación voluntaria frente a la regulación y, en un estudio de empresas australianas, no llegan a resultados concluyentes de que la regulación pueda cambiar significativamente el nivel de divulgación voluntaria de riesgos que ya existe. Por todo ello, la promulgación de una nueva normativa sobre denuncia obligatoria es tratada con mucha cautela por todos los agentes implicados.

Como se analizó anteriormente, el corpus de divulgaciones corporativas obligatorias está estructurado en un conjunto de reglas y estándares que abarca dimensiones tanto financieras como no financieras. Respecto a esto último, en la Unión Europea, la Directiva de Información No Financiera (Directiva 2014/95/UE) es el instrumento clave para intentar estandarizar las prácticas de divulgación de sostenibilidad

preexistentes (Comisión UE, 2020). Esta norma obliga a las empresas a elaborar un informe no financiero como parte (o referenciado) del informe de gestión que acompaña a los estados financieros de las principales empresas cotizadas seleccionadas como de interés público (un total de más de 11.000 empresas y grupos). Esto abre la puerta a la próxima Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) y los Estándares de Informes de Sostenibilidad de la UE (ESRS) relacionados.

De nuevo en el contexto de la UE, emerge otra novedad jurídica clave, junto con el refuerzo del papel de ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados), en cuanto al contenido y formato de los informes anuales a nivel consolidado. El formato en el que se entregan los informes corporativos en general, y las divulgaciones de riesgos en particular, sigue planteando un desafío en términos de extraer información relevante de manera efectiva, como se refleja, por ejemplo, en los esfuerzos de Wei *et al.* (2019). De hecho, el ESEF (ESMA, 2020; XBRL, 2021) representa una evolución técnica de los clásicos informes financieros anuales en PDF a un nuevo formato XHTML (*eXtensible HyperText Markup Language*) que los humanos pueden leer con cualquier navegador web y al que también pueden acceder diferentes aplicaciones que extraen automáticamente información relevante, gracias a etiquetas electrónicas XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) contenidas en el propio documento. La paulatina estandarización de los informes financieros anuales, de la mano de la paulatina aplicación de esta tecnología a partir de 2020, podría contribuir a una mayor claridad y concisión en la información corporativa, como ya ha ocurrido en otros entornos empresariales donde se ha aplicado. Es importante señalar que la tecnología de etiquetas XBRL no solo facilita la legibilidad y accesibilidad de los informes por parte de los humanos, sino que también permite un procesamiento automático de datos

por sistemas informáticos, lo que mejora de forma significativa la eficiencia en la recopilación y el análisis de la información. Esta capacidad de extracción automática de datos relevantes ayuda a los inversores, analistas y otros *stakeholders* a tomar decisiones más oportunas e informadas, dada la mayor confiabilidad y transparencia de la información revelada por las compañías.

Por lo tanto, se está gestando un nuevo escenario en el ámbito de la transparencia corporativa, inspirado en directrices aceptadas internacionalmente, lo que se traduce en una creciente presencia y énfasis en los aspectos de sostenibilidad y no financieros, así como en una regulación europea cada vez más ambiciosa y sofisticada, que estructura nuevos contenidos y formatos digitales para el informe financiero anual, en cuyo contexto está la divulgación de riesgos. Este entorno en cambio constante justifica la necesidad de recopilar evidencia empírica detallada de estos años de transición. La convergencia de estos desarrollos regulatorios y tecnológicos plantea oportunidades significativas para mejorar la calidad y utilidad de la información corporativa, aunque también presenta desafíos en términos de implementación y adaptación por parte de las empresas. La integración de nuevos estándares y tecnología impone que las compañías inviertan en adaptación de los sistemas internos de reporte y en formación de los empleados y directivos. Además, será fundamental que los reguladores y organismos supervisores proporcionen claras directrices y apoyo continuo para facilitar la transición efectiva. Al final del camino, el éxito de estas iniciativas dependerá de la colaboración y el compromiso de todas las partes involucradas, incluyendo empresas, reguladores, inversores y otros *stakeholders*, para construir un sistema de divulgación que sea verdaderamente útil y fiable en la evaluación de riesgos y la toma de decisiones informadas.

2.2. Hipótesis de estudio

Un número importante de autores ha analizado el papel de la información sobre el valor de mercado, tal y como resumen Mora-Rodríguez *et al.* (2020). La información acerca del valor de mercado es transcendental porque afecta las decisiones de inversión y el conocimiento general de la empresa por parte de los *stakeholders*.

En este contexto, como en otras áreas de la información corporativa, es relevante examinar qué factores explicativos podrían argumentar diferentes niveles de transparencia, y en particular la correspondencia con las divulgaciones relacionadas con el riesgo. La transparencia en la divulgación no solo incrementa la confianza de los accionistas, sino que también puede tener un impacto inmediato en la estabilidad y el desempeño del mercado.

Existe un número no menor de contribuciones que enlazan los niveles de divulgación con las dimensiones de la empresa, como por ejemplo el tamaño de la empresa, el país y algunas variables financieras, como el apalancamiento, la rentabilidad o la intensidad de la inversión (Grassa *et al.*, 2021). Estas dimensiones son críticas para entender el modo y el motivo por el que las empresas deciden qué divulgar y el nivel de detalle. Por ejemplo, las empresas más grandes tienden a tener mayores recursos para implementar sistemas de divulgación más sofisticados y detallados, mientras que las empresas más pequeñas pueden enfrentarse a limitaciones en este aspecto debido a restricciones de recursos. Esta comprensión de los diversos factores que afectan la divulgación de información nos llevó al desarrollo de las hipótesis que a continuación se detallarán. Exploramos el modo en que estas dimensiones y variables influyen de forma específica en las divulgaciones relacionadas con el riesgo, con el objetivo de determinar qué marcos y prácticas pueden promover una mayor transparencia y precisión en la información divulgada.

Hernández-Madrigal *et al.* (2012) estudian una muestra de empresas españolas y detectan cómo la información de riesgos, aunque mayoritariamente cualitativa, está evolucionando hacia una mayor presencia de indicadores cuantitativos. Esta evolución es reveladora dado que los indicadores cuantitativos permiten una apreciación más precisa y objetiva de los riesgos, de forma que facilitan una mejor toma de decisiones por parte de los inversores y otros interesados. En este sentido, es interesante explorar si el marco de gestión de riesgos influye en el formato utilizado para los diferentes elementos de riesgo. Por ejemplo, un marco de gestión de riesgos bien estructurado puede proporcionar directrices claras sobre cómo cuantificar y comunicar los riesgos, lo que podría fomentar una mayor utilización de indicadores cuantitativos.

Hodder *et al.* (2001) ya habían considerado que la falta de información cuantitativa podría llevar a una evaluación incorrecta de los riesgos por parte de los usuarios de la información divulgada. La información cualitativa, que puede ser y es valiosa, puede ser subjetiva y difícil de confrontar, lo que puede conllevar una interpretación equivocada del nivel de riesgo que afronta una empresa.

Dobler (2018) profundiza en el examen de determinados marcos regulatorios para determinar si influyen positiva o negativamente en los incentivos para la presentación de informes de riesgos dentro de las empresas. El estudio arroja luz sobre la dinámica matizada, explorando la posible naturaleza dual del impacto regulatorio. Cabe, por tanto, preguntarse acerca de qué marcos pueden promover en mayor medida y, en particular, en términos cuantitativos, la oferta gradual de información sobre riesgos, considerando que la claridad y el rigor en la información de riesgos son fundamentales para una gestión y evaluación de estos, ya sea por parte de la compañía como por diversos *stakeholders*. La determinación de los marcos regulatorios que más

benefician esta transparencia puede ayudar a establecer mejores prácticas y normativas que beneficien al mercado en su conjunto.

Esto permite formular la siguiente hipótesis:

H1: La intensidad de la información sobre riesgos y los atributos clave que contiene están significativamente moldeados e impulsados por el marco que dicta la formulación de estos informes.

Guthrie *et al.* (2020) muestran cómo un grupo de empresas italianas utilizan sus informes integrados para divulgar multitud de datos de riesgo, particularmente aquellos relacionados con los ámbitos ambiental y social, lo que nos indica que las empresas están mostrándose de acuerdo con la importancia de una divulgación clara y completa con sus *stakeholders* sobre aquellos riesgos que enfrentan.

Otros autores como Fijałkowska y Hadro (2022) exploran la presencia de divulgación de riesgos en informes no financieros, con diferentes equilibrios entre temas ambientales y sociales. Este estudio destaca que la divulgación de riesgos puede variar significativamente entre empresas y sectores, dependiendo de las prioridades y contextos específicos, como por ejemplo que las compañías que divulgan más contenido sobre riesgos lo hacen casi en su integridad sobre cuestiones sociales.

Szczepankiewicz *et al.* (2022) sugieren desarrollar una única regulación integrada de la Unión Europea (UE), como por ejemplo principios oficiales, estándares o directivas para la divulgación de riesgos no financieros, puesto que los niveles de divulgación analizados no eran plausibles, con la idea de una regulación unificada que promueva la coherencia y comparabilidad de la información divulgada, lo que puede facilitar una mejor evaluación y gestión de riesgos por parte de los inversores y otras partes interesadas. Por lo tanto, es relevante investigar el vínculo que puede existir entre la

información de riesgos y los nuevos informes de sostenibilidad que están divulgando las empresas.

Adicionalmente, se realiza un primer estudio exploratorio longitudinal, para el cual se examina la divulgación de riesgos bajo el marco GRI en el ejercicio 2021, una vez establecidos de forma obligatoria los nuevos estándares de reporte descritos, por lo que se trata de un marco sustancialmente diferente de referencia, dado que el GRI es uno de los estándares más reconocidos a nivel internacional para la divulgación de sostenibilidad. Este estudio longitudinal permite observar cómo las empresas están adaptando sus prácticas de divulgación en respuesta a estos nuevos requisitos y qué impacto tiene esto en la calidad y cantidad de la información divulgada.

Por lo tanto, podemos formular la siguiente hipótesis:

H2: El volumen y las características cruciales de la divulgación de riesgos están significativamente entrelazados con el alcance de la divulgación de información no financiera por parte de una empresa, lo que indica un cambio profundo en los factores que rigen la divulgación de riesgos dentro del marco europeo contemporáneo de presentación de informes.

Elzahar y Hussainey (2012) encontraron una relación positiva entre el tamaño y el nivel de divulgación narrativa del riesgo en una muestra de empresas del Reino Unido, además de una asociación positiva en función del tipo de industria. Así, las compañías más grandes divulgan más información sobre riesgos en las secciones narrativas y cuentan con más recursos para ello.

Linsley y Shrives (2006) también encontraron una relación positiva entre el tamaño de las empresas del Reino Unido y la divulgación de riesgos, así como un vínculo entre la divulgación de riesgos y el nivel de riesgo ambiental, de forma que las

empresas con menores riesgos ambientales son aquellas que divulgan más información sobre riesgos.

Por otro lado, las empresas de las industrias más sensibles al medio ambiente tienen más probabilidades de revelar información ambiental verificable y su garantía, ya que están bajo presión social debido a limitaciones únicas y daños potenciales colaterales a la salud pública (Elzahar y Hussainey, 2012; Braam *et al.*, 2016; Flores *et al.*, 2018), debido a que los stakeholders, incluyendo reguladores, clientes y la comunidad en general, demandan mayor transparencia y responsabilidad de las empresas cuyas operaciones pueden afectar significativamente el medio ambiente.

Además, las empresas con un desempeño financiero peor suelen tener informes menos legibles, más largos y con un tono más optimista, con un cierto desequilibrio hacia áreas no financieras (Melloni *et al.*, 2017), lo que puede ser interpretado como un intento de las empresas de desviar la atención mediante la publicación de divulgaciones extensas y optimistas, a pesar de que estos informes sean menos accesibles y claros para los stakeholders y así disminuir las preocupaciones.

Esto también está relacionado con la relación entre la divulgación de información no financiera y la exactitud de las previsiones de los analistas a nivel país, de modo que la emisión de informes independientes de RSC se asocia a una menor error de pronóstico por parte de los analistas, siendo una relación más fuerte en aquellos países que están más orientados a las partes interesadas y, por lo tanto, el desempeño de la información no financiera afecta el resultado financiero de la empresa (Dhaliwal *et al.*, 2012), siendo una relación más fuerte en países orientados a los grupos de interés y compañías más opacas en la divulgación financiera.

Por tanto, podemos formular la siguiente hipótesis:

H3: La magnitud y los rasgos esenciales de la divulgación de riesgos están estrechamente vinculados con las dimensiones, la dinámica de la industria, la situación financiera y la ubicación geográfica de la empresa que informa, lo que significa una interacción dinámica que da forma significativamente al panorama de la divulgación de riesgos.

2.3. Metodología de investigación

Exploramos de forma detallada la muestra de empresas que forman parte del EURO STOXX 50 (STOXX, 2022). Este índice bursátil está compuesto por 50 empresas provenientes de 8 países de la Eurozona, incluyendo Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos y España. Estos países encarnan una parte significativa de la economía de la Unión Europea, y las empresas contenidas en este índice son las entidades líderes en sus sectores. Los años 2019, 2020 y 2021 son de particular importancia para este estudio debido a la evolución y los cambios en el panorama regulatorio en Europa durante este período. Este trienio refleja un cambio esencial en la normativa de la Unión Europea, pasando de la Directiva sobre informes no financieros (NFRD) a la Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa (CSRD), lo que representa un punto de inflexión en la regulación de la transparencia corporativa. Al mismo tiempo, se introdujeron requisitos legales clave como el Formato Electrónico Único Europeo (ESEF), diseñado para respaldar y estandarizar la divulgación de informes corporativos anuales. Estos cambios regulatorios ofrecen un panorama pertinente y dinámico para la investigación, ya que las compañías deben responder y adaptarse a los nuevos requerimientos de divulgación de información y presentación de informes.

Para hacer posible el análisis longitudinal consistente entre los datos de 2019 y 2021, se decidió excluir de la muestra a siete empresas que no cumplían con criterios de disponibilidad y continuidad de los datos. La recopilación de datos se llevó a cabo a partir de sitios web corporativos, informes financieros anuales y presentaciones anuales consolidadas. Dos expertos independientes fueron los responsables del procesamiento de estos datos, de forma que posteriormente confrontaron sus resultados para evitar posibles sesgos y asegurar la precisión de la información recolectada. Se prestó especial atención a las notas a los estados financieros, los informes de gestión y, dentro de estos o referenciados desde ellos, los informes no financieros. Para cada entidad, además de recopilar datos específicos sobre su país y sector industrial, también se recogieron las cifras financieras correspondientes al año fiscal terminado en 2019. Con este enfoque, se permitió obtener una imagen libre y clara de las desviaciones motivadas por la pandemia de COVID-19, proveyendo así una base consistente para el análisis comparativo y longitudinal.

Esta metodología permite entender mejor cómo las empresas del EURO STOXX 50 han navegado por el complejo entorno regulatorio y financiero de los últimos años. La combinación de datos precisos y el enfoque relacionado con la evolución normativa ofrece una perspectiva valiosa sobre las estrategias corporativas y las prácticas de sostenibilidad en el contexto europeo. Se elaboraron variables dicotómicas para recoger el comportamiento de la empresa en cada caso, tal y como se resume en la Tabla 2.1.

NON-FINANCIAL REPORT	DOES THE GROUP PRESENT NON-FINANCIAL STATEMENTS?		Y_nfd
	IS THE NON-FINANCIAL REPORT FOUND AS PART OF THE MANAGEMENT REPORT?		Y_nfd_managreport
RISK DISCLOSURES	DOES THE GROUP DECLARE THAT IT IS SUPPORTED BY A SPECIFIC INTERNATIONAL FRAMEWORK?		Y_riskframework
	INTERNATIONAL FRAMEWORK OF REFERENCE		y_coso
			y_gri
	WHERE ARE THESE RISK DISCLOSURES LOCATED?	NOTES TO THE FINANCIAL STATEMENTS	y_risk_in_notes
		MANAGEMENT REPORT	y_risk_in_managreport
		NON-FINANCIAL REPORT	y_risk_in_nfd
MATERIALITY MATRIX	DOES THE GROUP PRESENT A MATERIALITY MATRIX?		Y_materialitymatrix

FINANCIAL STATEMENT DATA (€ million)	STATEMENT OF INCOME	INCOME	f_revenue
		NET INCOME BEFORE TAXES	f_netincomebefore
		NET PROFIT AFTER TAXES	f_netincomeafter
		INTEREST	f_interest
	BALANCE SHEET	TOTAL ASSETS	f_totalassets
		FULL EQUITY	f_totalequity
	CASH FLOW	CASH FROM OPERATING ACTIVITIES	f_ocf
		CASH FROM INVESTING ACTIVITIES	f_icf

RISK FRAMEWORKS	COSO RISK TRANSPARENCY INDEX	DO THEY REFER TO ESG RISKS (ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND/OR CORPORATE GOVERNANCE)?	Y_coso1
		IS THE INFORMATION ON ESG FROM THE SUSTAINABILITY REPORT QUANTIFIED IN THE ANNUAL REPORT?	Y_coso2
		HAS THE COMPANY ORGANIZED A GROUP OF SUSTAINABILITY EXPERTS?	Y_coso3
		DO YOU APPLY PREVENTIVE RISK MITIGATION?	Y_coso4
		DOES THE DETECTION OF EXISTING RISKS APPLY?	Y_coso5
		IS THERE A FORM ON INTERNAL CONTROL DEFICIENCIES?	Y_coso6
		DOES THE GROUP USE ICT TO COMMUNICATE RISK INFORMATION TO DIFFERENT USERS OF INFORMATION?	Y_coso7
	GRI RISK TRANSPARENCY INDEX	DOES THE GROUP APPLY THE PRECAUTIONARY PRINCIPLE TO RISK MANAGEMENT IN THE PLANNING OF OPERATIONS IN DEVELOPMENT OR LAUNCHING OF NEW PRODUCTS?	Y_gri1
		DOES THE GROUP ESTIMATE THAT THE EXISTING RISKS MAY AFFECT ITS LONG-TERM FORECASTS?	Y_gri2
		DOES THE GROUP ANTICIPATE THE APPEARANCE OF NEW RISKS AS A	Y_gri3

		CONSEQUENCE OF COMPLIANCE WITH SUSTAINABILITY?	
		ARE ESG RISKS CLEARLY IDENTIFIED AND CATALOGED ACCORDING TO THE CORRESPONDING GROUP?	Y_gri4
		HAVE THE FUNCTIONS OF THE HIGHEST GOVERNMENT BODY BEEN IDENTIFIED WITH REGARD TO RISK MANAGEMENT?	Y_gri5
		DOES THE GROUP SPECIFICALLY CONSIDER CORRUPTION AS A SPECIFIC RISK?	Y_gri6
		IF THE ABOVE QUESTION IS YES, DO YOU APPLY ANY TYPE OF MEASURE TO COMBAT IT?	Y_gri7
		DOES THE GROUP HAVE LEGAL ACTIONS PENDING OR CARRIED OUT DURING THE PERIOD IN RESPECT OF UNFAIR COMPETITION AND/OR MONOPOLISTIC PRACTICES OR AGAINST FREE COMPETITION?	Y_gri8
		HAS THE GROUP DETECTED OPERATIONS OR SUPPLIERS WITH CASES OF FORCED LABOR OR CHILD EXPLOITATION?	Y_gri9

Tabla 2.1. Variables que operacionalizan la divulgación sobre riesgos.

Para los dos marcos de riesgo que se exploraron en detalle, se utilizaron tanto variables dicotómicas primarias como índices de transparencia compuestos, es decir, (1) el índice relacionado con las divulgaciones de COSO, que se basa en el promedio de los 7 elementos considerados dentro del marco COSO, y (2) el índice relacionado con

$$yy_coso = \frac{\sum_{i=1}^7 y_cosoi}{7} \quad [1]$$

$$yy_gri = \frac{\sum_{i=1}^9 y_grii}{9} \quad [2]$$

divulgaciones inspiradas en GRI, que se calcula como el promedio simple de los 9 componentes relacionados con aspectos ambientales, sociales y económicos.

Se calcularon estadísticas descriptivas tanto de los índices de transparencia como de las variables explicativas con el fin de probar las dos primeras hipótesis sobre las características de la divulgación de riesgos. Estas estadísticas descriptivas

proporcionan una visión general de la distribución, tendencia central y dispersión de los datos, de forma que ayudan a entender el modo en que se actúan las variables estudiadas, así como si presentan patrones que sean relevantes en relación con las hipótesis planteadas. Con objeto de probar la tercera hipótesis de investigación, centrada en los determinantes de la divulgación de riesgos, se realizó un análisis econométrico utilizando el siguiente modelo de regresión lineal:

$$y_i = \beta_0 + \beta_j x_{1j} + \beta_k x_{2k} + \beta_l fin_l + \varepsilon_i \quad [3]$$

donde y_i son las distintas variables referentes a la divulgación de riesgos y sus principales características, x_{1j} y x_{2j} son, respectivamente, los sectores y países a los que pertenece cada una de las empresas, y finalmente fin_l son las distintas variables financieras de cada firma, siendo ε_i el error estándar, normal, homocedástico y no autocorrelacionado (Gujarati, 2021).

2.4. Resultados empíricos

La Tabla 2.2 proporciona estadísticas descriptivas detalladas para la divulgación de estados no financieros entre las empresas del EURO STOXX 50. Según los datos, las empresas españolas, holandesas e italianas emergen como líderes en esta variable, destacándose por su compromiso y cumplimiento en la divulgación de información no financiera. En particular, determinados sectores como el financiero, el energético y el de telecomunicaciones muestran una prominencia significativa en la divulgación de estados no financieros. Ello confirma la observación de Elzahar y Hussainey (2012) de que determinadas industrias específicas están sujetas a distintas expectativas y limitaciones dentro de sus entornos comerciales. Estas industrias, por su impacto y

relevancia de tipo económico, social y ambiental, suelen estar más vigiladas y, por lo tanto, adoptan prácticas más robustas de divulgación no financiera.

Otro aspecto destacado que se detrae del análisis es que del 48% de las empresas que presentan estados no financieros, una mayoría considerable integra este estado como una parte del informe de gestión, lo que se puede traducir en un compromiso mayor con la transparencia en la comunicación de la información corporativa, facilitando a los *stakeholders* un acceso más fácil y comprensible a la información no financiera junto con la información financiera. Sin embargo, la normativa también permite una alternativa: que el estado no financiero sea simplemente referenciado en el informe de gestión y presentado como un informe separado. Esta práctica puede diluir la percepción de importancia de la información no financiera, aunque también puede ser vista como una estrategia para mantener claridad y enfoque en los distintos tipos de información.

Descriptive statistics for Y_NFD Categorized by values of X2_COUNTRY	
X2_COUNTRY	Average
Spain	1,000000
Italy	0.666667
Netherlands	0.750000
Descriptive statistics for Y_NFD Categorized by X1_INDUSTY values	
X1_INDUSTY	Average
Energy	1,000000
Financial Services	1,000000
Telecommunications	1,000000
Utilities	0.500000
All	0.488372

Tabla 2.2. Estadísticas descriptivas sobre información no financiera

Al discernir los elementos pertinentes del informe anual que van más allá de los requisitos mínimos regulatorios, se observa que aproximadamente el 39% de las empresas emplean diversos métodos para interactuar con las partes interesadas, que pueden ser esenciales para mejorar la transparencia y robustecer la relación con *stakeholders* clave, de forma que proporcionan una visión más completa y detallada de la gestión de la empresa. Estos enfoques incluyen la utilización de las matrices de materialidad, que ofrecen un marco conciso y eficaz para identificar y resaltar los riesgos y aspectos específicos que se consideran más significativos, ya sea para la compañía o sus *stakeholders*. Las matrices de materialidad reconocen a las empresas priorizar los temas más relevantes, así como comunicar de manera clara y coherente sus estrategias de gestión e impacto.

La Tabla 2.3 muestra cómo las empresas españolas, irlandesas e italianas lideran en la utilización de este instrumento y han adoptado las matrices de materialidad con mayor frecuencia. En cuanto a la distribución por sectores, las empresas del sector bancario y energético son las más avanzadas en el uso de matrices de materialidad. Estas industrias, debido a su huella significativa en la economía, el medioambiente y la sociedad tienen una mayor necesidad de identificar e informar sobre los temas materialmente importantes de manera efectiva.

Descriptive statistics for Y_MATERIALITYMATRIX
Categorized by values of X2_COUNTRY

X2_COUNTRY	Average
Spain	1,000000
Ireland	1,000000
Italy	1,000000

Descriptive statistics for Y_MATERIALITYMATRIX
Categorized by X1_INDUSTRY values

X1_INDUSTRY	Average
Banks	0.600000
Energy	1,000000
All	0.395349

Tabla 2.3. Uso de matrices de materialidad.

En cuanto a la información de riesgos, uno de los aspectos clave planteados anteriormente es la adhesión de las empresas a los marcos de referencia internacionales, como el COSO o el GRI, marcos ambos de amplia aprobación en la divulgación empresarial de riesgos. El análisis reveló que el 83% de las empresas incluidas en la muestra incluyen al menos alguno uno de estos marcos. Concretamente, el 48% de las empresas invoca al marco de COSO, mientras que el 77% sigue las normas del GRI, lo que supone un compromiso significativo con las principales prácticas a nivel internacional.

Además, se observa una intersección notable entre estos dos marcos, donde aproximadamente un tercio de la muestra utiliza tanto el marco de COSO como el de GRI en su divulgación de información de riesgos, lo que sugiere que las empresas objeto de la muestra se muestran de acuerdo en el valor de combinar en relación con ambos marcos sus fortalezas para ofrecer una visión más comprensiva y detallada de sus prácticas de gestión de riesgos, de forma que se pueden beneficiar de las

perspectivas aumentadas que proporcionan, pues no solo optimizan su capacidad para gestionar los riesgos internos, sino que además pueden informar de manera más efectiva su esfuerzo en el área de la sostenibilidad. La adopción de COSO generalmente implica un enfoque estructurado en la gestión del riesgo y el control interno, con un énfasis en la identificación, evaluación y mitigación de riesgos financieros y operativos.

Por otro lado, la adherencia al GRI refleja un enfoque más amplio y holístico, que incluye la divulgación de aspectos económicos, ambientales y sociales, abordando una gama más amplia de intereses de los *stakeholders*. El hecho de que una proporción significativa de empresas siga uno o ambos marcos también sugiere que las expectativas regulatorias y del mercado están impulsando una mayor transparencia y rigor en la gestión de riesgos. Las empresas que adhieren a estos marcos no solo cumplen con las expectativas normativas, sino que también demuestran un compromiso con la mejora continua y la rendición de cuentas. Comprender la sección del informe anual donde se consolida la información de riesgos es crucial. Las notas a los estados financieros y el informe de gestión emergen como los apartados con mayor probabilidad de contener información de riesgos, superando el 80%. Además, más del 35 % de los grupos comienzan a informar sobre riesgos en sus informes no financieros, lo que coincide con hallazgos anteriores que indicaban conexiones entre estas dos formas de divulgación (Fijałkowska y Hadro, 2022).

En consecuencia, estos componentes de informes regulados están ganando importancia en el ámbito del análisis de riesgos, como se destaca en la Tabla 2.4. El análisis de los riesgos como parte de los informes anuales ha devenido en fundamental para los *stakeholders*, pues proporcionan una visión completa de espectro de riesgos (financieros y operacionales), además de ayudarles a las compañías a ser más

responsables y transparentes. Por otro lado, este enfoque integra integrado facilita la localización de patrones cruciales en la toma de decisiones estratégicas. Ello implica el cumplimiento de las expectativas de tipo regulatorio y además responde a la demanda creciente de los *stakeholders*.

Y_RISK_IN_NOTES	Y_RISK_IN_MANAGREPORT	Y_RISK_IN_NFD
0.883721	0.813953	0.357143

Tabla 2.4. Secciones del informe anual en que es posible encontrar divulgación sobre riesgos.

Dada la importancia de los dos marcos estudiados, el COSO y el GRI, es necesario explorar con mayor detalle qué riesgos se identifican y se detallan entre los sugeridos por dichas guías. Empezando por el marco COSO, el aspecto más frecuente se refiere a los ítems número 1 y 7, que están respectivamente relacionados con los dos principales aspectos de preocupación en este estudio: los riesgos relacionados con las cuestiones ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) y el uso de las TIC (tecnologías de la información y la comunicación) para la difusión de la información. Estos ítems (Tabla 2.5) destacan la importancia de abordar de forma adecuada los riesgos ESG, ya que su impacto puede ser significativo tanto para la sostenibilidad de las empresas como para su reputación. Asimismo, el uso de las TIC en la difusión de información es crucial, puesto que permite una mayor accesibilidad y transparencia de los datos a los diferentes *stakeholders*.

	Y_COSO1	Y_COSO2	Y_COSO3	Y_COSO4	Y_COSO5	Y_COSO6	Y_COSO7
Average	0.511628	0.465116	0.372093	0.325581	0.139535	0.162791	0.488372

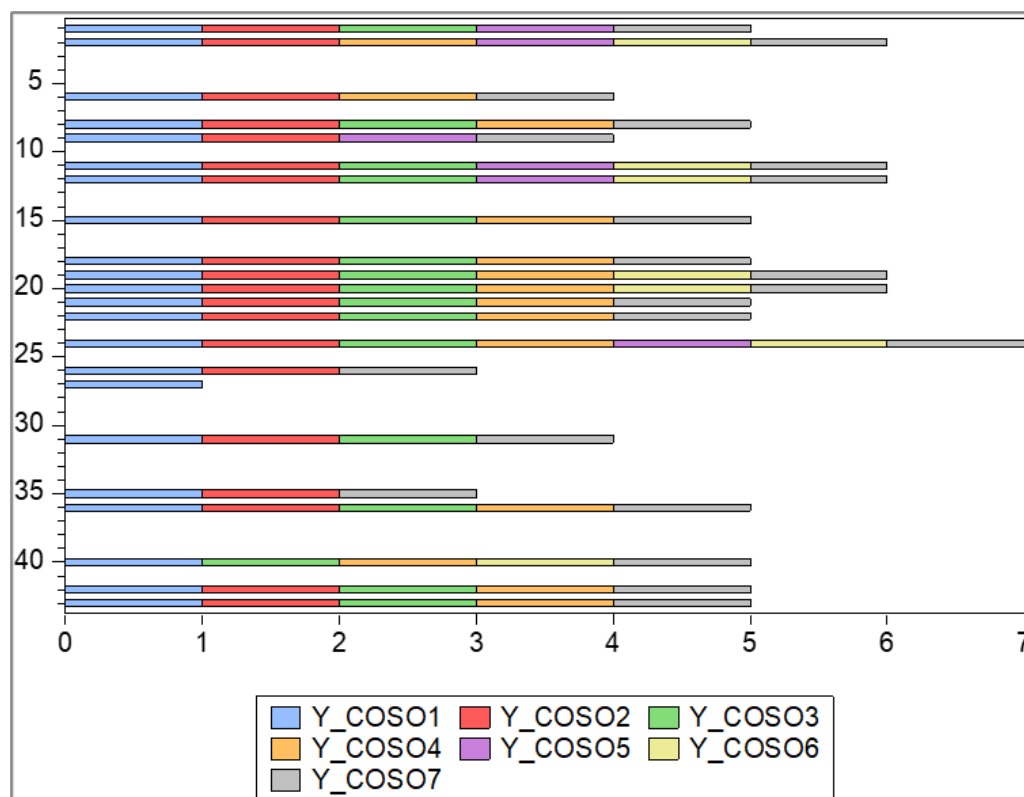


Tabla 2.5. Divulgaciones de riesgos relacionadas con el marco COSO.

El índice de transparencia relacionado con las métricas COSO, denominado yy_coso , muestra cierta relación positiva, por un lado, con el sector de servicios públicos, y por otro, con algunas de las variables financieras consideradas, lo que está relacionado con una mayor regulación y obligación de transparencia; como el coste de la deuda o intensidad de la deuda, junto con la intensidad de la inversión (Tabla 2.6). De esta forma, las empresas que son más transparentes pueden obtener condiciones mejores en términos de financiación, así como aquellas con mayores niveles de deuda también son más transparentes en la gestión de sus riesgos y en la mejora de confianza de los acreedores.

Dependent variable: YY__COSO
Method: Least squares

Variable	Coefficient	Standard _ Error	t-statistic	p-value
F_COSTOFDEBT ^a	23.56909	5.617053	4.195988	0.0001
F_INVESTIRFORT ^b	0.224769	0.077084	2.915912	0.0058

R-squared 0.108300

Dependent variable: YY__COSO
Method: Least squares

Variable	Coefficient	Standard _ Error	t-statistic	p-value
C	0.324042	0.055152	5.875391	0.0000
X1_UTIL	0.604530	0.255731	2.363927	0.0229

R-squared 0.119948

Notes: ^a F_COSTOFDEBT= $f_{\text{interest}} / (f_{\text{totalassets}} - f_{\text{totalequity}})$; ^b F_INVESTIRFORT= $f_{\text{icf}} / f_{\text{ocf}}$

Tabla 2.6. Divulgaciones de riesgos según COSO, respecto de factores explicativos.

La Tabla 2.7 muestra de forma detallada los elementos de riesgo reportados entre los seleccionados del marco GRI. Las revelaciones más frecuentes, que destacan por su recurrencia, son las relacionadas con los ítems 4 y 5, respectivamente: curiosamente, dicho resultado está en cierta medida de acuerdo con lo encontrado con respecto a las revelaciones del marco COSO. Ello significa que hay una importante coincidencia en la prominencia de las métricas ESG y las cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo y su responsabilidad integral en la gestión de riesgos. Ello sugiere una tendencia consistente en las prácticas de divulgación empresarial, siendo las empresas más conscientes de la importancia del reporte exhaustivo de tales aspectos críticos.

	Y_GRI1	Y_GRI2	Y_GRI3	Y_GRI4	Y_GRI5
Average	0.558140	0.209302	0.023256	0.767442	0.674419
	Y_GRI6	Y_GRI7	Y_GRI8	Y_GRI9	
Average	0.000000	0.000000	0.023256	0.000000	

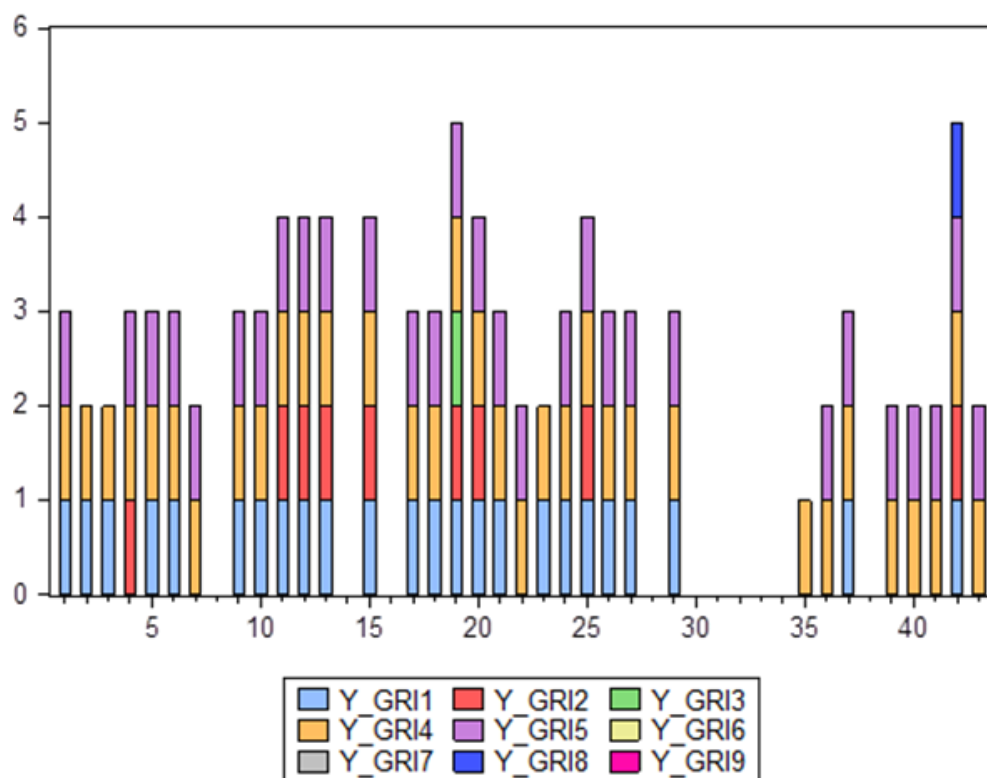


Tabla 2.7. Divulgaciones de riesgos relacionadas con el marco GRI.

El índice de transparencia relacionado con las métricas GRI, denominado *yy_gri*, también muestra una cierta relación positiva con industrias específicas, tales como la producción de automóviles, los servicios financieros y los bienes y servicios industriales. Este índice de transparencia se manifiesta especialmente en estas industrias dada la complejidad y regulación de sus operaciones, lo que exige una mayor claridad en la divulgación de riesgos y prácticas sostenibles. Además, el índice presenta una relación significativa con ciertos perfiles financieros, con especial relevancia en aquellas empresas que poseen una mayor liquidez, un robusto flujo de

actividades de inversión y un manejo eficiente del coste de la deuda, como se puede observar en la Tabla 2.8.

Dependent variable: YY__GRI

Method: Least squares

Variable	Coefficient	Standard _ Error	t-statistic	p-value
F_ICF	1.37E-05	3.81E-06	3.592717	0.0009
F_COSTOFDEBT	15.36055	2.265564	6.780013	0.0000
X1_AUTO ^a	0.302281	0.118200	2.557361	0.0147
X1_FIN ^b	0.317472	0.148703	2.134945	0.0393
X1_IND ^c	0.166855	0.061852	2.697673	0.0104
R-squared	0.277581			

Notes: ^a X1_AUTO=automobiles and parts; ^b X1_FIN=financial services; ^c X1_IND=industrial goods and services.

Tabla 2.8. Divulgaciones de riesgos según GRI, respecto de factores explicativos.

Para iniciar un primer análisis longitudinal, que será objeto de trabajo en un estudio posterior, la Tabla 2.9 contiene algunos datos preliminares sobre la divulgación de riesgos en el marco de GRI en el ejercicio 2021. Este periodo es representativo porque el GRI ya está implementado junto con ESEF, lo que admite una comparación más minuciosa y precisa de las prácticas de revelación de la información.

Y_GRI1	Y_GRI2	Y_GRI3	Y_GRI4	Y_GRI5
0.540000	0.420000	0.360000	0.760000	0.600000
Y_GRI6	Y_GRI7	Y_GRI8	Y_GRI9	
0.660000	0.560000	0.200000	0.000000	

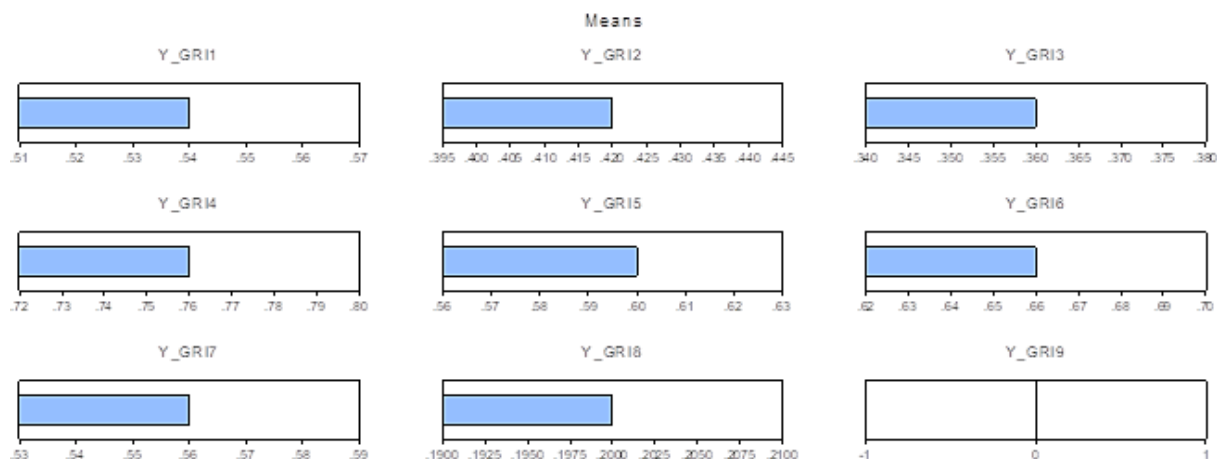


Tabla 2.9. Exploración longitudinal de las divulgaciones sobre riesgos, según GRI.

En línea con los hallazgos de la Tabla 2.7, es evidente que los elementos 4 y 5 siguen siendo los reportados con más frecuencia, lo que reafirma la inclinación de las empresas a revelar los riesgos ESG. Esta tendencia recalca el creciente valor importancia que las compañías están dando a las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza en sus informes. Además, los recién llegados notables, como los puntos 6 y 7, adquieren más interés, lo que indica un enfoque en la identificación de casos de corrupción y la implementación de las contramedidas oportunas. Por tanto, se refleja una mayor atención a la integridad y la ética en las operaciones corporativas. Por otro lado, surgen disparidades perceptibles entre el escenario base y el calendario actualizado regido por el reglamento ESEF, lo que sugiere que la ejecución de esta norma está teniendo un impacto palpable en cómo las empresas estructuran y presentan sus divulgaciones.

A la vista de los resultados obtenidos, es posible, con la precaución de un estudio exploratorio más minucioso de las características descritas y considerando las complejas relaciones entre las variables analizadas, aceptar algunas de las hipótesis desarrolladas anteriormente (como se indica en la Tabla 2.10).

H	Hipótesis	Contraste
H1	Influencia del marco de referencia	Rechazada
H2	Influencia del nivel de divulgación de información financiera y posible efecto longitudinal significativo	Aceptada
H3 Perfil de cada compañía	Tamaño	Rechazada
	Sector	Aceptada
	Perfil financiero	Aceptada
	País	Aceptada

Tabla 2.10. Contraste de hipótesis.

Ciertamente, el sector, el país de operación, el perfil financiero y el alcance de la divulgación de información no financiera emergen como factores fundamentales para dilucidar el nivel y las características de la divulgación de información sobre riesgos. Sorprendentemente, el tamaño de la empresa no parece influir significativamente en este nivel de divulgación, lo cual muestra que otros elementos pueden ser más concluyentes. Si bien la influencia de los marcos de referencia es palpable, se observa una alineación notable en los patrones de divulgación entre varios marcos regulatorios y normativos. Esto sugiere que ciertos temas relacionados con el riesgo mantienen una importancia constante independientemente del marco elegido, lo que señala a la pujanza de ciertas prácticas de divulgación. Estas averiguaciones se alinean con recientes estudios, poniendo el énfasis en el profundo golpe de la pandemia en la divulgación de riesgos empresariales, en particular el incremento de la divulgación de riesgos financieros y operativos, que se acompaña de una propensión hacia una

provisión de información más completa. A medida que los factores ambientales, sociales y de gobernanza siguen ganando importancia para los inversores y las partes interesadas, las empresas que divulgan de forma transparente su desempeño ESG están mejor posicionadas para fomentar la confianza y atraer inversiones, como se expresa en la investigación de Ahmad *et al.* (2023).

Estos conocimientos enfatizan el panorama cambiante de la divulgación de riesgos y su interconexión con tendencias más amplias de la industria y eventos globales. Una limitación identificada en este estudio y una posible vía para futuras investigaciones radica en la necesidad de explorar a nivel de ejecutivos individuales de las empresas. Este enfoque profundizaría en los incentivos que influyen en los administradores y la dirección de las compañías para optar por una divulgación de mayor o menor riesgo, así como en las perspectivas particulares que pueden influir en estas decisiones. Examinar las motivaciones y las perspectivas individuales de los ejecutivos proporcionaría una comprensión más integral de los factores que impulsan las decisiones de divulgación y abriría la puerta a estrategias específicas para promover prácticas de divulgación de riesgos más efectivas y transparentes.

Otra limitación de este estudio radica en el desafío de desenmarañar posibles superposiciones entre la información de riesgo y la información no financiera, lo que plantea un obstáculo metodológico importante. Esta cuestión puede resolverse gradualmente a medida que los marcos regulatorios se vuelvan más precisos y las prácticas de reporte progresen. Sin embargo, la naturaleza cambiante de las regulaciones durante el período de estudio introduce un elemento dinámico que puede afectar la precisión de dichas separaciones. Las investigaciones futuras podrían beneficiarse de un examen continuo de estas complejidades a medida que los marcos

regulatorios maduren, proporcionando más claridad y mejorando la precisión de la distinción entre riesgo e información no financiera.

La concurrencia de una serie de acontecimientos externos (como la crisis climática, la pandemia de la COVID-19 y la inestabilidad bélica en Europa), junto con algunos fenómenos de evolución interna de los informes corporativos (que incluyen más información, mayor complejidad, tanto en las dimensiones financiera como no financiera, y el uso de formatos digitales), llevan los informes corporativos a nuevos horizontes. En ese dinámico contexto, la divulgación de riesgos también está impulsada por un mayor interés de partes interesadas más informadas y empoderadas digitalmente, así como por marcos más evolucionados que abordan no solo los tradicionales desafíos sociales, ambientales y de legitimidad del liderazgo, sino también aspectos adicionales. Por tanto, un adecuado flujo de información empresarial no solo contribuye a mitigar la asimetría de información inherente a los procesos productivos, sino que además facilita un seguimiento adecuado de la actividad de los grandes grupos empresariales en un contexto cada vez más globalizado y complejo.

La presencia generalizada de la tecnología puede alinearse perfectamente con una mayor transparencia y la democratización de nuestras economías. Este escenario permite a los clientes, empleados, proveedores y, en última instancia, a los ciudadanos contribuir a establecer un equilibrio más equitativo frente al poder corporativo tradicional basado en la opacidad. Sin embargo, es posible adoptar una visión positiva que permita entenderlo como un beneficio mutuo, en la medida en que las empresas parecen verse favorecidas por una clientela más consciente y leal, por empleados más productivos cuyo talento se retiene, por gobiernos que no sólo no sancionan sino subvencionar y premiar, además de reforzar la imagen pública. Todos esos beneficios potenciales deberían haber sido suficientes para impulsar una divulgación voluntaria

más intensiva por parte de las corporaciones. Y aunque ha habido una fuerte inversión en este sentido, el resultado no ha sido eficiente. Una enorme cantidad de informes empresariales heterogéneos y prácticamente imposibles de analizar, al menos al nivel que sería necesario para la toma de decisiones en tiempo real que requieren nuestros entornos competitivos. Esto ha provocado, en diferentes jurisdicciones, y especialmente en la Unión Europea, la promulgación de regulaciones cada vez más sofisticadas y de mayor alcance en materia de divulgación obligatoria, llegando actualmente al punto de exigir un formato digital avanzado. El mejor ejemplo de cómo se está fortaleciendo este paradigma lo representan los clásicos estados financieros, de carácter eminentemente cuantitativo e histórico, sólidamente respaldados por procesos de auditoría externa (Drake *et al.*, 2016).

En suma, las empresas muestran un vínculo progresivo entre la divulgación de riesgos y la información no financiera y están tratando de mejorar sus informes de riesgos en un contexto en el que todos los informes corporativos están evolucionando, incorporando más dimensiones y destinatarios. En cualquier caso, aunque las empresas conocen muy bien los distintos marcos de referencia internacionales, y con independencia de la solidez que estos marcos puedan mostrar, su implementación sigue siendo muy parcial en términos de divulgación de riesgos, que dista mucho de ser completa. Y que sigue centrándose eminentemente en revelaciones de carácter heterogéneo y narrativo.

Por tanto, dados los resultados favorables alcanzados en este trabajo, los reguladores deberían centrar sus esfuerzos en mejorar los estados no financieros como vehículo óptimo para mejorar la información de riesgos corporativos. En ese contexto, la divulgación de riesgos tendría una presencia destacada. Las empresas deberían invertir en gestión de riesgos para mejorar su desempeño general y la divulgación de riesgos

también podría ayudar a mitigar los costos y aumentar el valor de la empresa. Este trabajo está sujeto a una serie de limitaciones, además de las descritas anteriormente. En primer lugar, la recopilación manual de datos de los informes anuales puede verse afectada por algunos grados de subjetividad.

En segundo lugar, no se asigna ninguna ponderación a los elementos, a pesar de que algunos de ellos podrían ser más útiles que otros para los intereses de las partes interesadas.

Finalmente, esta investigación se centra exclusivamente en la muestra del EURO STOXX 50. Otros estudios deberían considerar más países y sectores industriales europeos, en los que la divulgación de riesgos puede variar de manera diferente.

A la luz de los resultados positivos descubiertos en este estudio, se insta a los reguladores a concentrar esfuerzos en mejorar los estados no financieros como el conducto óptimo para promover la información sobre riesgos corporativos. Esto subraya el papel fundamental de la divulgación de riesgos dentro de un marco más amplio. Se alienta a las empresas a invertir en prácticas sólidas de gestión de riesgos, no sólo para mejorar el desempeño general sino también como una vía estratégica para la mitigación de costos y el fortalecimiento del valor de la empresa.

CAPÍTULO 3. EXPLORANDO NUEVAS VÍAS PARA LA PRESENTACIÓN DE INFORMES CORPORATIVOS EN EUROPA: SOSTENIBILIDAD Y ESTÁNDARES DIGITALES

El presente capítulo tiene como objetivo explorar el comportamiento de las empresas cotizadas europeas en relación con su primer intento de cumplir con las nuevas regulaciones relativas tanto a la información no financiera, mediante la aplicación de las nuevas ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*), en particular en lo que concierne a la divulgación sobre riesgos asociados, y también el uso del estándar digital que es obligatorio según la regulación ESEF (*European Single Electronic Format*) que utiliza XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) como formato digital subyacente.

La muestra del estudio está compuesta por las empresas que cotizan en el EURO STOXX 50. Sus informes financieros anuales e información corporativa asociada se exploran cuidadosamente para evaluar en qué medida las empresas anticipan la entrada en vigor de este nuevo conjunto de requerimientos. A través de este trabajo empírico será posible explorar hasta qué punto los nuevos estándares, que atañen tanto a la naturaleza del contenido de los informes como a la naturaleza de su formato y posibilidades de análisis, vienen a resolver parte de los problemas del reporte empresarial tradicional.

La relevancia de los informes corporativos para sus destinatarios ha llevado a que la calidad de la información presentada por las empresas sea un tema de gran importancia tanto para expertos del ámbito profesional como para académicos y, en definitiva, para todos los usuarios de la información (Christensen *et al.*, 2017; Leuz y Wysocki, 2016).

Por esta razón, los organismos responsables de establecer normativas están altamente comprometidos con buscar mejoras en la utilidad de los informes empresariales, con el objetivo de beneficiar a un amplio conjunto de usuarios y a la sociedad en general. En este sentido, en los últimos años se ha prestado especial atención a la divulgación en dos aspectos esenciales: el impulso a la normativa de sostenibilidad como factor fundamental para obtener una imagen completa del impacto de una empresa en su entorno, y por otro lado, una divulgación transparente y trazable tecnológicamente. De esta forma, se busca atestiguar que el reporte proporcionado sea accesible, completo y veraz para todas las partes interesadas, causando así una mayor sostenibilidad y responsabilidad en las prácticas corporativas.

No es un tema precisamente nuevo el reporte empresarial más allá de la información financiera. Para Bowen (1953), la responsabilidad del empresario consiste en la toma de decisiones de acuerdo con los valores y objetivos de la sociedad. Este concepto marcaría la génesis de la responsabilidad social corporativa (RSC). Posteriormente, Friedman (1970), en una posición opuesta, diría que la empresa tiene una obligación primordial hacia sus accionistas: la creación de productos de calidad y la generación de beneficios como única responsabilidad. Esta visión fue confrontada por Freeman (1984), según la cual los accionistas no son los únicos que pueden verse afectados por la empresa, sino que hay otros grupos de interés o *stakeholders* que también reciben su influencia y posibilitan su existencia. Los primeros pasos de la RSC consistieron en una divulgación voluntaria de prácticas sostenibles. A medida que aumentaba la preocupación sobre los impactos ambientales, sociales y éticos de las empresas, estas comenzaron a reconocer la importancia de comunicar sus esfuerzos en estas áreas a sus *stakeholders* en los informes sobre RSC. Los buenos resultados medioambientales y sociales hacían aumentar el beneficio económico y, por ende, el valor de la empresa

(Simpson & Kohers, 2002; Griffin & Mahon, 1997) o mejorando la reputación de la entidad (Maignan *et al.*, 1999). En resumidas cuentas, la evolución del informe corporativo empresarial ha sido muy importante y ha mostrado cómo la transparencia y las prácticas sostenibles pueden tener un impacto positivo en el éxito económico y la percepción de la empresa.

De este modo, la evolución de la información sobre sostenibilidad ha sido un proceso de transformación gradual en el que la divulgación de prácticas sostenibles pasó de ser relegada a un segundo plano a convertirse en un componente esencial de la gestión empresarial y la toma de decisiones. En este sentido, el desarrollo del *Global Reporting Initiative* (GRI) en 1997 se considera como paso relevante en el ámbito de la RSC, con el claro propósito de clarificar y dar coherencia a la práctica de la información no financiera y promover su uso más eficiente (Levy *et al.* 2010).

Pese a estos avances destacables en la transparencia, era necesario dar más pasos, en este caso de tipo regulatorio, habiendo surgido la sostenibilidad como un tema clave en la agenda global, dada la brecha entre los objetivos informativos que se pretendían lograr y los hitos alcanzados en el reporte real de las empresas. Esta discrepancia puede deberse a varios factores, como la complejidad de medir y gestionar el impacto ambiental y social, así como las dificultades para obtener una imagen completa y comparativa de las prácticas de sostenibilidad entre diferentes organizaciones. O, por ejemplo, prácticas poco aceptables, como el caso de algunas compañías, cuyas predicciones científicas desde los años 70 preveían el calentamiento global con cierta exactitud. Sin embargo, sus divulgaciones públicas contradecían estos datos, presentando información que minimizaba o negaba los efectos del cambio climático (Supran *et al.* 2023), priorizando otros intereses más allá distintos de la transparencia y la responsabilidad hacia la sociedad y el medioambiente.

El cambio climático, en particular, ha cobrado una importancia sin precedentes debido a sus potenciales efectos devastadores en el medio ambiente, la economía y la sociedad en su conjunto, por ejemplo, fenómenos extremos de tipo meteorológico, disminución de biodiversidad o incremento del nivel del mar, entre otros. En este sentido, la Comisión Europea en 2011 señalaba la necesidad de aumentar la transparencia de la información social y medioambiental facilitada por las empresas de todos los sectores a un nivel alto similar en todos los Estados miembros (EC, 2011), buscando garantizar una información comparable y de alta calidad que permita a los *stakeholders* tomar decisiones informadas y responsabilizar a las compañías por sus acciones y sus impactos.

De este modo, la Unión Europea se predispone a liderar el movimiento mundial de la transformación hacia un modelo económico sostenible basado en la lucha contra el cambio climático y la promoción de prácticas empresariales responsables (Castilla *et al.*, 2021), que incluye el establecimiento de una normativa estricta, así como la promoción de una cooperación a nivel internacional. En los Estados Unidos, en cambio, no existe todavía una obligación de información sobre sostenibilidad a nivel federal. A pesar de ello, sí hay normativas y regulaciones específicas dispersas que abordan aspectos relacionados con la sostenibilidad. Por ejemplo, la *Conflict Minerals Disclosure Rule* emitida por la SEC (2012) que exige a las empresas divulgar su uso de ciertos minerales provenientes de zonas de conflicto, promoviendo la responsabilidad y la transparencia en las cadenas de suministro globales.

Los primeros movimientos en Europa sobre sostenibilidad como reporte obligatorio se produjeron con la Directiva 2014/95/EU (EC, 2014), también conocida como *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), que exige a ciertas empresas de gran tamaño divulgar información no financiera. Esta información abarca datos sobre aspectos

sociales y ambientales en sus informes de gestión, así como sobre derechos humanos y lucha contra la corrupción, basada en una serie de Directrices no vinculantes, lo que supone que en sus primeros pasos había cierta dispersión en la información reportada, puesto que cada compañía podía interpretar y aplicar las directrices de forma distinta. Esta inestabilidad en la coherencia y la calidad de los informes revelaba la necesidad de una normativa más uniforme y estricta.

En respuesta a este reto, desde la Unión Europea se ha reconocido la necesidad de contar con una información sobre sostenibilidad más fiable y comparable, lo que ha facilitado la llegada de la Directiva 2022/2464 sobre presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las entidades (CSRD), que se basa en unas normas de reporte unificadas. Dicha Directiva establece requerimientos específicos y más claros sobre la información que debe reportarse, así como sobre su forma, especialmente en lo relacionado con el impacto social y ambiental, lo cual proporciona la comparación entre empresas y a nivel sectorial. La CSRD, además, busca garantizar que la información reportada sea útil y relevante para los diferentes *stakeholders*. La Directiva también promueve la auditoría obligatoria de la información de sostenibilidad, así como el uso de tecnologías avanzadas y estándares digitales, de forma que se facilite la accesibilidad, el análisis, la comparabilidad y el cotejo de los datos.

Una vez considerada la base normativa, y en la era digital actual, para lograr la comparabilidad y fiabilidad con mayor certeza, las métricas y los informes estandarizados permiten a las empresas, inversores y otros actores interesados evaluar de manera más precisa y justa el rendimiento ambiental y social de una organización. La estandarización del reporte certifica que todos los interesados estén valorando la información bajo las mismas reglas del juego, lo que disminuye el riesgo de sesgo o

malinterpretación. Aquí es donde entra en juego el *eXtensible Business Reporting Language* (XBRL), que es un instrumento de información digital diseñado de forma específica para mejorar la calidad y la accesibilidad de los informes financieros y de negocio. XBRL se ha utilizado tradicionalmente para estandarizar y facilitar la presentación de informes financieros, con objeto de garantizar que los datos sean claros, consistentes y fáciles de interpretar. Por ejemplo, actualmente en la Unión Europea con el *European Single Electronic Format* (ESEF), se exige el uso de XBRL para presentar informes financieros de manera estandarizada, concretamente los estados financieros consolidados bajo NIIF-UE.

Pero, además, su aplicación puede extenderse significativamente al ámbito de la sostenibilidad. Al permitir la codificación y el intercambio de datos relacionados con la sostenibilidad en un formato estructurado y legible por parte de las aplicaciones informáticas, XBRL puede ofrecer una manera más efectiva de comunicar y evaluar los aspectos ambientales y sociales de una empresa. Esta capacidad de disponer los datos de sostenibilidad en un formato digital facilita considerablemente la comparación entre empresas, sectores e incluso de forma longitudinal a lo largo del tiempo, permitiendo a los *stakeholders* realizar análisis más profundos y precisos, identificando riesgos, oportunidades y tendencias que de otro modo podrían pasar inadvertidos. Pues bien, XBRL también va a ser la base tecnológica de las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), que buscan unificar y estandarizar los reportes de sostenibilidad en Europa, aunque a la fecha de esta tesis aún no haya sido adoptadas en todo detalle.

Debido por tanto a este estado de provisionalidad, es viable examinar las prácticas previas y determinar la distancia existente entre las nuevas normas y el reporte actual, pues se cuenta con datos de varios años de reporte previo en información no financiera

en Europa bajo la *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD), que ofrecen la información necesaria y que podrían permitir prever el futuro impacto de las nuevas normas. En este contexto, resulta interesante lo indicado en el “Considerando” número 42 de la Directiva CSRD: “Las normas de presentación de información sobre sostenibilidad deben tener en cuenta las directrices sobre la presentación de información no financiera y las directrices sobre la presentación de información relacionada con el clima.” Dicho de otro modo, las ESRS deben considerar las Directrices ya utilizadas bajo NFRD y, aunque bajo un enfoque más estructurado y único, ello nos indica una cierta continuidad en relación con las divulgaciones esperadas. Esta continuidad es primordial para garantizar que las compañías puedan familiarizarse con las nuevas exigencias sin perder de vista los principios y las prácticas ya establecidas. En este sentido, algunas entidades han destacado en su informe no financiero que aplican los criterios de doble materialidad propuestos por la nueva CSRD. Este enfoque presta una visión más detallada e integral de los riesgos y oportunidades asociados con la sostenibilidad. De este modo, las empresas que ya han estado reportando bajo la NFRD pueden encontrar más fácil la adaptación a las ESRS, dado que muchas de los principios subyacentes y prácticas son similares.

El propósito central de este estudio es adentrarse en el análisis detallado del comportamiento exhibido por las compañías cotizadas en el ámbito europeo. Este análisis se enfoca específicamente en su primera experiencia en la adecuación a las recientes regulaciones que rigen tanto la información sobre sostenibilidad (ESRS), considerando sus niveles previos de cumplimiento, como en la utilización del estándar digital basado en XBRL bajo la normativa del *European Single Electronic Format* (ESEF), pues es crucial examinar cómo estas compañías están gestionando la transición. A través de este trabajo empírico será posible explorar hasta qué punto los

nuevos estándares, que atañen tanto a la naturaleza del contenido de los informes como a la naturaleza de su formato y posibilidades de análisis, vienen a resolver parte de los problemas del reporte empresarial tradicional, como la falta de uniformidad en los informes, el problema para comparar datos y la capacidad limitada de análisis debido a formatos de reporte no estandarizados.

3.1 Marco teórico.

Con objeto de dar respuesta a los nuevos retos sociales y económicos, el reporte empresarial ha sufrido en las últimas décadas significativas transformaciones, especialmente desde los años noventa del siglo XX, sobre todo en países anglosajones. Los escándalos financieros inmediatamente posteriores, como los de Parmalat y Enron, mostraron claramente la necesidad de un mejoramiento radical en los modos de divulgación de la información financiera. En Estados Unidos y otros países, se exigía innovar en la presentación de estados financieros debido a su incompletitud e insatisfacción para el usuario (García-Olmedo Domínguez, 1999), promoviéndose una serie de decisiones y reformas que pretendían asegurar la confianza la transparencia en los mercados financieros. De este modo, emergió como una iniciativa promovida por el *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA). El AICPA estableció en 1991 el Comité Especial de Divulgación Financiera, comúnmente identificado como Comité Jenkins. La finalidad del Comité Jenkins fue sistematizar los requerimientos emergentes y presentar un esquema de divulgación de datos corporativos que se ajustara plenamente a las nuevas exigencias del entorno económico y financiero, que culminó con el Informe Jenkins (AICPA, 1994). Las recomendaciones del Informe Jenkins se basaron en proporcionar información futura y acerca de factores de valor a largo plazo, promoviendo un modelo integral de

información que abarcara tantas perspectivas de gestión además de proyecciones estratégicas, lo que proporcionaría una visión más completa y predictiva de las compañías para los usuarios. Posteriormente, en diciembre de 2002, el AICPA evolucionó hacia la formulación de un marco mejorado de divulgación, conocido como *Enhanced Business Reporting* (EBR). Sin embargo, el EBR, aun suponiendo un importante avance conceptual en relación con la transparencia, estaba falto de concreción en la práctica. Las directrices establecidas por el Consorcio para la elaboración del EBR eran amplias y generales, siendo necesario un mayor nivel de detalle para su efectiva implementación. Aquí es donde el XBRL podría desempeñar un papel fundamental a través de taxonomías específicas (mapas digitales) que recojan las etiquetas necesarias para mostrar cada elemento de información relevante (Bonsón *et al.*, 2008); de esta forma, con XBRL la información financiera alcanzaría un alto grado de estandarización, facilitando la recopilación de datos, su análisis y comparación.

El lenguaje XBRL supone una notable evolución desde un informe financiero o corporativo anual estático en papel o PDF, que resulta ser más lento o complejo de analizar, hacia un informe digital en que cada pieza de información está digitalmente etiquetada y puede ser analizada de forma automática por una gran cantidad de aplicaciones al tratarse de un estándar abierto. Esto evita errores humanos y automatiza la gestión, comparación y análisis de grandes cantidades de reportes empresariales.

En relación con el lenguaje XBRL, es importante destacar que el empleo de este conlleva una notable optimización en los procesos de elaboración, divulgación y evaluación de la información empresarial (Jones & Willis, 2023). Este avance permite reutilizar los datos financieros en múltiples contextos de generación de informes,

capitalizando una única fuente de información que puede ser explotada de diversas maneras, incrementa el nivel de precisión y mejora la eficacia operativa. Fradeani (2022) expone que el uso de XBRL puede mejorar la preparación de informes con datos no financieros e informes integrados, asegurando su usabilidad y comparabilidad en un nivel que anteriormente no era posible. De forma que crear taxonomías autorizadas es crucial para maximizar los retornos de esta tecnología, pero no deja de ser un desafío por la diversidad y complejidad de las necesidades informativas de diferentes sectores, si bien su estructura uniforme facilita la comparación y divulgación. Además, XBRL permite la difusión electrónica, diseñada de forma específica para facilitar información a los inversores de manera accesible y universal (Dombalagian, 2015), permitiendo una integración más fluida de la información en los sistemas analíticos y de toma de decisiones de los diferentes *stakeholders*.

La información sobre sostenibilidad obligatoria se ha ido abriendo paso de manera significativa en la última década en diferentes jurisdicciones, con un especial énfasis en la Unión Europea, que ha sido resuelta en esta área. Dado que la Directiva NFRD (EC, 2014) proporcionaba un marco general para la presentación de informes no financieros, el camino que siguió la Comisión Europea para pilotar el modo de reportar fue la emisión de unas Directrices no vinculantes sobre la presentación de información no financiera (EC, 2017).

Estas Directrices permitían el uso de marcos como, por ejemplo, el *Global Reporting Initiative* (GRI), el Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (EMAS) o las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, entre otros reconocidos estándares de amplia aceptación internacionales. Con posterioridad, en 2019, la Comisión publicó las Directrices sobre la presentación de información

relacionada con el clima (EC, 2019), con el objetivo de que las empresas informen detalladamente sobre cómo el cambio climático podría influir en sus operaciones y rendimiento financieros. Estas Directrices fueron diseñadas para proporcionar una base sólida y normalizada para que las compañías divulguen información acerca de los riesgos y oportunidades climáticos. Pues bien, ambos juegos de Directrices han sido los que han marcado el reporte de las empresas en la Unión Europea durante los últimos años, estableciendo una forma de divulgación que, aunque no vinculante, ha sido ampliamente aceptada y adoptada.

La dispersión en los modos de reporte y la dificultad de trazar especialmente la comparabilidad de la información sobre sostenibilidad han dado lugar a la llegada de la Directiva CSRD en 2022. Esta nueva Directiva se basa en un marco único de normas de sostenibilidad, las denominadas *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), que serán la base del reporte obligatorio a partir del año 2024. Las ESRS están trazadas para proporcionar una estructura coherente y clara que asegure que la información revelada y presentada por las empresas sea comparable, consistente y de alta calidad. Por su parte, el *International Sustainability Standards Board* (ISSB) ha emitido también su paquete normativo sobre requerimientos generales y relacionados con el clima, lo que representa un esfuerzo global para estandarizar la información sobre sostenibilidad, aunque con menor extensión que la propuesta completa que ha emitido la Unión Europea (ISSB, 2023). El ISSB se centra en aspectos clave de la sostenibilidad y el cambio climático, escudriñando una armonización internacional que haga de complemento de los esfuerzos de tipo regional como los de la Unión Europea.

La NFRD en Europa estableció la base para el informe de sostenibilidad, emitiéndose los primeros estados de información no financiera en el año 2017. La aplicación de la

NFRD supuso un aumento significativo en el uso de marcos orientados a inversores, como por ejemplo el de SASB (Breijer & Orij, 2022), dado que la Directiva permitía cierta flexibilidad en el uso de dichos marcos, permitiendo a las empresas elegir los estándares que mejor se adaptaban a sus necesidades y características específicas, para así facilitar una transición más sencilla hacia el nuevo régimen de reporte.

Por otro lado, la introducción de la obligatoriedad en la presentación de informes de sostenibilidad parece haber tenido efectos reales y positivos en la mejora de la divulgación, ayudando a contrarrestar el *greenwashing* (Fiechter *et al.*, 2022). Este fenómeno es decisivo, ya que el *greenwashing* puede engañar a los inversores y otros usuarios sobre las verdaderas prácticas sostenibles de una compañía. Los principales efectos de esta obligatoriedad se mostraron ya en el primer año de implementación de la NFRD, aunque con algunas deficiencias en relación con los marcos utilizados (Carmo & Ribeiro, 2022). Se observa una mejora notable en las revelaciones sobre cuestiones sociales, medioambientales, y comunitarias. Las compañías empezaron a suministrar información más precisa y detallada sobre sus impactos medioambientales y sus decisiones para mitigar dichos efectos, así como sobre sus esfuerzos para contribuir de forma positiva en las comunidades donde operan. Sin embargo, no se ha progresado tanto en las divulgaciones sobre los riesgos relacionados con la lucha contra la corrupción y los derechos humanos (Matuszak & Rozanska, 2017; Meeh-Bunse *et al.*, 2019; Matuszak & Rozanska, 2021), donde se necesitan amplias mejoras en transparencia.

Dentro de la información sobre sostenibilidad obligatoria, resultan de especial interés las divulgaciones sobre los riesgos relacionados con la sostenibilidad. Estos riesgos son fundamentales para entender el modo en que las compañías pueden afrontar y mitigar posibles impactos nocivos que afectan tanto a su reputación como a sus

operaciones a largo plazo. En este sentido, la literatura profesional y académica ofrece diversas clasificaciones sobre los riesgos. En un contexto general, se puede definir el riesgo como la incertidumbre vinculada tanto a la posibilidad de obtener beneficios como a la de incurrir en pérdidas potenciales (Solomon *et al.*, 2000), de forma que se resalta la dualidad del riesgo como amenaza u oportunidad. Linsley *et al.* (2006) suministran una clasificación en detalle de seis tipos de revelaciones de riesgos basados en un modelo desarrollado por firmas del ámbito de la contabilidad y auditoría que las compañías deben gestionar (ICAEW,1998), tal y como se muestran a continuación: riesgos financieros, riesgos operacionales, riesgos de empoderamiento, riesgos tecnológicos y de proceso de información, riesgos de integridad y riesgos estratégicos.

Una diferencia importante a considerar es entre los riesgos financieros y no financieros. Los riesgos financieros son aquellos relacionados de forma directa con el mercado, el crédito, la liquidez, las operaciones y los aspectos legales (Reverte Sánchez, 2016), por cuanto que pueden tener un golpe inmediato y notorio en los activos y pasivos de una empresa. Por ejemplo, los riesgos de crédito y liquidez pueden afectar la capacidad de la compañía para obtener financiación, así como cumplir con sus obligaciones financieras.

No podemos olvidar la categorización de riesgos llevada a cabo en las Normas Internacionales de Información Financiera de cara a las divulgaciones en las notas a los estados financieros (IASB, 2020), que los clasifican en riesgos de crédito, de liquidez, de mercado, de tipo de cambio y de tipo de interés, de forma que dichas revelaciones son ampliamente extendidas y conocidas tanto por los preparadores como por los usuarios de la información financiera. Por su parte, los riesgos no financieros se podrían considerar como riesgos financieros indirectos.

Aunque no están directamente relacionados con activos y pasivos dentro de un estado de situación financiera, podrían tener un efecto significativo a largo plazo sobre los flujos de efectivo y los beneficios de la empresa (Cabedo Semper y Tirado Beltrán, 2014).

Estos riesgos contienen factores como la sostenibilidad ambiental, la responsabilidad social y el gobierno corporativo de la compañía, que pueden influir en el conocimiento y la confianza de la compañía por parte de los *stakeholders*. Consultoras como Deloitte (2017) y Oliver Wyman (2018) también ofrecen clasificaciones detalladas de riesgos no financieros que resultan de utilidad para que las empresas los identifiquen y gestionen. Deloitte clasifica estos riesgos en operacionales, de cumplimiento, de conducta, de IT, ciber-riesgos, de modelo y *third party* (de terceros). Por su parte, Oliver Wyman presenta una clasificación similar que incluye riesgos operacionales, de cumplimiento/ética/conducta, *third party*, blanqueo de capitales, fraude, empresa en funcionamiento y ciber/IT, entre otros.

A continuación, analizar los antecedentes sobre las divulgaciones voluntarias de riesgos nos muestra una valiosa perspectiva sobre el progreso y la variabilidad de estas experiencias en diferentes jurisdicciones y contextos. Amran *et al.* (2006) recalcan que, en Malasia, las revelaciones de riesgos se encontraban principalmente en la declaración del presidente de la compañía. Sin embargo, también se advertían esfuerzos adicionales en otras secciones del informe anual, reflejando una visión menos técnica y más estratégica basada en el liderazgo y la narrativa. En Países Bajos, Deumes (2008) señala que las divulgaciones narrativas para los accionistas incluían información relevante sobre riesgos financieros desde un punto de vista financiero, de forma que los usuarios en los que se enfocaba la comunicación eran los inversores.

En España, Rodríguez-Domínguez *et al.* (2014) observan que antes de la obligatoriedad de la información sobre sostenibilidad, la mayoría de las empresas comunicaban sus riesgos de manera vaga y genérica, carente de información cuantitativa y específica. Sin embargo, Cabedo Semper y Tirado Beltrán (2016) encontraron que el ciclo económico influye en estas divulgaciones, con un aumento de información sobre riesgos durante períodos de crisis económica, especialmente en los riesgos financieros más que en los no financieros. La concentración de la propiedad también parece haber influido en la divulgación de riesgos. Oliveira *et al.* (2018) sugieren que una mayor concentración de la propiedad puede llevar a una mayor transparencia en la información sobre riesgos, posiblemente por mayor interés de la gestión de los riesgos en aras a la estabilidad.

En fechas más recientes, y con la implementación de la Directiva NFRD, hay más evidencias sobre las prácticas de divulgación. En Italia, Guthrie *et al.* (2020) señalan que en los primeros pasos de la información integrada (predecesora de la información no financiera), había una lejanía significativa del cumplimiento total del marco, situándose en una fase de aprendizaje y transición a los nuevos requerimientos divulgativos. Por su parte, en Polonia, Fijalkowska y Hadro (2022) observan que las empresas que divulgan ampliamente la información de riesgo se concentran casi exclusivamente en cuestiones sociales.

Por otro lado, las empresas que proveen información más breve sobre riesgos ambientales y sociales tienden a preparar sus informes no financieros con una distribución más equilibrada de estos temas y sus implicaciones financieras. Esto sugiere que la profundidad y el enfoque de las divulgaciones pueden variar según las prioridades y capacidades de las empresas. En resumen, los precedentes sobre las revelaciones de riesgos de forma voluntaria muestran una evolución hacia una mayor

especificidad y transparencia, afectada por factores como el contexto económico y la estructura de propiedad, entre otros.

Finalmente, hacer una reflexión sobre el aseguramiento de la información sobre sostenibilidad es crucial para entender la calidad y fiabilidad de las divulgaciones. Se ha observado que la calidad de la divulgación de riesgos está estrechamente relacionada con los atributos del socio de auditoría. Según Bozzolan y Miihkinen (2021), factores como la familiaridad con las revelaciones de riesgos de los clientes, la experiencia en la industria y el género del socio de auditoría influyen en la calidad de la divulgación, si bien no se ha encontrado una asociación significativa con la firma de auditoría.

En el contexto de Estados Unidos, Campbell *et al.* (2014) ponen el foco en la naturaleza específica del riesgo, de forma que demuestran que el impacto del aseguramiento de la información de riesgos varía según el tipo de riesgo divulgado, pudiendo ser positivo, negativo o no significativo. Adicionalmente, Gonidakis *et al.* (2020) analizaron el papel de los auditores durante períodos de crisis económica y financiera, revelando que la divulgación de riesgos tiende a aumentar en dichos períodos, lo que refleja una mayor necesidad de la gestión del riesgo y transparencia en épocas de incertidumbre, lo que sugiere un papel importante de los auditores en épocas de crisis. La calidad de la información sobre sostenibilidad no solo depende del contenido, sino también de los canales y formatos a través de los cuales se genera y transmite. En este sentido, los reguladores europeos han mostrado una preocupación creciente por asegurar que la información divulgada sea no solo precisa, sino también accesible y comparable, además de verificable.

Desde el ejercicio económico 2020, las empresas que cotizan en bolsa en el mercado regulado de la Unión Europea están obligadas a reportar los principales estados

financieros consolidados utilizando la Taxonomía ESEF. Esta medida tiene como objetivo hacer que la presentación de la información sea más comprensible para las máquinas, mejorando así su análisis y procesamiento automático. Para dar a las empresas tiempo suficiente para adaptarse a la tecnología XBRL, la obligación de marcar por bloques las notas en los estados financieros se ha establecido a partir de los informes anuales correspondientes a los ejercicios que comiencen después del 1 de enero de 2022, según lo especificado por la Comisión Europea en las normas técnicas de regulación (CE, 2018RTS). Por lo tanto, el marcado por bloques de las notas a los estados financieros consolidados es obligatorio desde el ejercicio económico 2022, mientras que el marcado detallado de dichas notas es voluntario. Además, los estados financieros de las empresas individuales que coticen en bolsa tienen un etiquetado voluntario, siempre y cuando el Estado Miembro de la Unión Europea en cuestión permita el uso de la taxonomía XBRL. Sin embargo, el etiquetado bajo principios y normas contables de terceros países está prohibido. En consecuencia, ESEF se convierte en un formato obligatorio para todos los emisores de la UE cuyos valores estén admitidos en mercados regulados dentro del territorio de la Unión; pero a su vez, es voluntario para aquellas empresas que quieran presentar sus cuentas anuales consolidadas bajo dicho formato, aunque no estén obligadas por la normativa. En este sentido, Durovic *et al.* (2021) destacan la importancia de la Taxonomía IFRS, basada en XBRL, que es la base para la taxonomía ESEF propuesta por la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) y vigente desde 2020. Esto hace que la obtención de datos reportados de forma obligatoria en la Unión Europea sea comparativamente reciente, a diferencia de Estados Unidos, donde la taxonomía XBRL basada en las USGAAP ha sido utilizada desde hace más tiempo (Beerbaum, 2014). La aplicación de XBRL para empresas cotizadas no es una novedad;

inicialmente, fue promovida para su adopción voluntaria en Estados Unidos en 2005. En aquel momento, las empresas que optaron por adoptarlo lo hicieron principalmente con el propósito de proyectar una imagen de progreso en la adopción de nuevas tecnologías o para profundizar en su conocimiento y dominio de XBRL (Bonsón *et al.*, 2009), marcando un importante hito en el modo de gestión y reporte de sus datos financieros. En los primeros pasos de su aplicación obligatoria en Estados Unidos a partir de 2009, se encontró que, en una muestra de más de 4,000 informes, hubo 4,260 errores. Sin embargo, estos errores disminuyeron con el tiempo gracias a una mejora en la curva de aprendizaje (Du *et al.*, 2013).

En relación con los países de la Unión Europea, parece interesante explorar si una taxonomía como ESEF podría ser bien recibida. A priori, se entiende que ha habido buena receptividad, aunque una minoría se muestra en contra de las propuestas de ESMA (Beerbaum & Piechocki, 2018). Sin embargo, en ciertos sectores existían dudas o una negativa directa a su aceptación (Miścikowska, 2022), como parece razonable pensar con una novedad en el reporte tan relevante. Actualmente, la Taxonomía ESEF representa un cambio revolucionario en la forma en que las sociedades cotizadas emiten sus informes financieros anuales desde 2020. Debido a la pandemia de COVID-19, se permitió un año de transición, lo que implicó la posibilidad de retrasar la obligatoriedad hasta el año siguiente. Por lo tanto, la Taxonomía ESEF marca un ingreso trascendental de XBRL en la Unión Europea, facilitando una mejor presentación, análisis y comparación de los datos financieros.

Cabe preguntarse si la información financiera emitida bajo una taxonomía (IFRS o USGAAP) realmente refleja una información de calidad. En este sentido, resultan reveladores los resultados de Beerbaum *et al.* (2019a) acerca de los informes financieros bajo taxonomía IFRS publicados en la SEC. Dichos informes, al ser

evaluados, no cumplían con la taxonomía en cuestión, lo que nos da una aproximación de los posibles incumplimientos iniciales en Europa con la Taxonomía ESEF, en especial con lo relacionado con la comparabilidad y la fiabilidad de los estados financieros. No obstante, a través del *anchoring* (anclaje), ESMA podría estar evitando este problema (ESMA, 2022). Por lo tanto, es previsible que los informes financieros emitidos bajo ESEF presenten una mayor calidad que sus predecesores estadounidenses, de forma que se trata de una lección aprendida en aras de la confianza de los mercados financieros. Ya se cuenta con datos de los ejercicios económicos desde el año 2020 para comprobar la calidad del reporte bajo ESEF relacionado con parámetros financieros de las empresas obligadas, como por ejemplo la rentabilidad.

Por otro lado, la evolución desde la NFRD hasta la CSRD va a representar un paso significativo hacia una mayor combinación de criterios sostenibles en las operaciones empresariales y la presentación de informes financieros, con la pretensión de fortalecer la credibilidad de las empresas europeas en los mercados financieros internacionales, contribuyendo a la creación de valor a largo plazo y promoviendo una economía más resiliente y equitativa de cara al futuro. Respecto de la información sobre sostenibilidad, su profundidad y contenido va a alcanzar dimensiones considerables con la nueva normativa europea. Una vez previamente introducida la NFRD (EC, 2014), conviene analizar su evolución hacia la nueva Directiva CSRD (EC, 2022), que establece como requerimiento para las empresas las normas ESRS.

Es necesario efectuar el análisis detallado de los tres bloques normativos que van a causar impacto en el proceso de elaboración y divulgación de las grandes empresas europeas. Estos tres bloques son: el Reglamento (UE) 2020/852 de Taxonomía; Reglamento (UE) 2019/2088, también conocido como *Sustainable Finance*

Disclosure Regulation (SFRD); y finalmente la mencionada Directiva CSRD. Previamente, en diciembre de 2019, la Comisión Europea (EC) presentó el *European Green Deal*, cuyo objetivo es alcanzar emisiones netas de gases de efecto invernadero igual a cero para el año 2050. En abril de 2021, la EC publicó un extenso y ambicioso conjunto de medidas legislativas conocido como el *Sustainable Finance Package*. De esta manera, la CE considera que la divulgación de información relevante, comparable y confiable sobre sostenibilidad ha de ser un requisito fundamental para lograr la transformación económica.

El Reglamento (UE) 2020/852, también conocido como el Reglamento de Taxonomía junto con sus Actos delegados, ha establecido un sistema de clasificación de actividades económicas con un enfoque medioambiental. Este sistema se traduce en la creación de una detallada "lista verde" de actividades económicas. Su principal objetivo es combatir el fenómeno del *greenwashing*, garantizando un mayor nivel de transparencia tanto para entidades como para inversores. El propósito fundamental de esta "lista verde" es facilitar a los inversores la posibilidad de realinear sus inversiones hacia tecnologías y entidades que sean más sostenibles. Este Reglamento pretende ser una herramienta útil para la autoridad monetaria de la zona euro (Eurosistema), al tener el potencial de abordar fallos informativos del mercado y distinguir activos verdaderamente "verdes" de los demás (Várhelyi & Lieshout, 2020).

El Reglamento de Taxonomía, mediante un conjunto de criterios y objetivos medioambientales, busca clasificar actividades económicas como sostenibles. Para obtener esta clasificación, las actividades deben demostrar una significativa contribución a uno o varios de los seis objetivos medioambientales especificados, tales como la mitigación y adaptación al cambio climático, la preservación de recursos hídricos y marinos, la promoción de la economía circular, la lucha contra la

contaminación y la protección de la biodiversidad y ecosistemas. Además, las actividades deben ajustarse a determinados criterios técnicos de selección, asegurando que no causen ningún perjuicio significativo a los objetivos restantes y que cumplan con las salvaguardas sociales y de gobernanza mínimas. Este marco de clasificación pretende ayudar a los inversores a identificar oportunidades de inversión sostenible, y también suministra a las empresas una guía clara acerca de cómo pueden mejorar su desempeño ambiental y alinearse con los objetivos de sostenibilidad de la UE. El desglose de la información requerida por el Reglamento debería acceder a mostrar el modo en que las actividades de la compañía favorecen a los objetivos ambientales y cómo planea aumentar el alcance de sus actividades “alineadas” con el Reglamento en un período máximo de cinco años. En resumidas cuentas, El Reglamento de Taxonomía pretende fomentar la transparencia y responsabilidad corporativa, promoviendo a las empresas a integrar consideraciones ambientales en sus estrategias a largo plazo y representando un paso crucial hacia un sistema financiero más resiliente y sostenible y resiliente.

En lo concerniente al Reglamento (UE) 2019/2088 (SFDR) y sus Actos delegados, este se focaliza en el medioambiente y el crecimiento sostenible. El SFDR pretende ser una herramienta fuerte para evolucionar el mercado financiero hacia un futuro próximo más sostenible, originando inversiones responsables que no solo favorezcan a los inversores, sino también a la sociedad y el medioambiente. Con el propósito de aumentar las inversiones sostenibles, el SFDR establece requisitos estrictos de divulgación y transparencia para los participantes en los mercados y asesores financieros. Estos requerimientos se refieren a las características de los productos financieros ofrecidos, permitiendo una comparación basada en su nivel de sostenibilidad. El objetivo principal es fomentar flujos de fondos hacia inversiones

más responsables y alineadas con criterios ambientales, sociales y de gobernanza. Como indica JP Morgan (2022), esta normativa tiene la finalidad de reorientar el flujo de capital hacia el crecimiento sostenible y ayudar a los inversores a tomar decisiones más informadas sobre inversión sostenible. El SFDR permite clasificar los productos financieros en tres categorías: productos no sostenibles, productos que promueven características medioambientales o sociales y productos que tienen como objetivo inversiones sostenibles. La propia empresa y/o la entidad que proporcione el asesoramiento financiero son las responsables de definir y clasificar estos productos. Esta clasificación es una manera de demostrar la existencia de activos financieros sostenibles, no solo de forma nominal, sino también a través de parámetros y criterios claros.

Además, la implementación de esta normativa contribuye a una mayor transparencia en el mercado financiero, permitiendo a los inversores identificar y elegir productos que realmente cumplan con sus expectativas de sostenibilidad. De este modo, se pretende impulsar la integración de criterios ESG en la estrategias y productos, así como dirigir el capital hacia aquellos emprendimientos que apoyen el desarrollo sostenible. Finalmente, nos encontramos ante un marco regulatorio que podría influir en los mercados globales y de referencia para otras jurisdicciones.

Finalmente, la Directiva CSRD, que acapara una parte significativa del trabajo de investigación de este capítulo, tiene como objetivo mejorar de forma considerable los requisitos de la actual Directiva 2014/95/UE (NFRD) en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad. La Directiva CSRD representa un avance significativo en la regulación de la información no financiera y la diversidad, con el fin de asegurar que las empresas en toda Europa adopten, de manera uniforme y efectiva, determinadas prácticas de sostenibilidad y

transparencia. Esto se pretende lograr mediante el establecimiento de un marco de referencia específico, estructurado y exigente, que aplicado de forma armonizada en toda Europa, dota de coherencia, comparabilidad y fiabilidad a los informes de sostenibilidad de las entidades, con lo que en consecuencia, debería garantizar la satisfacción de preparadores e inversores, promover la responsabilidad corporativa y la transparencia, y contribuir significativamente a la estabilidad económica mediante la reducción de riesgos sistémicos. Además, fomenta prácticas sostenibles y lidera el flujo de capital hacia actividades socialmente responsables y cuidadosas con el medio ambiente.

Las compañías están obligadas a cumplir con rigurosos estándares de información de sostenibilidad, específicamente las normas ESRS, al elaborar sus informes. La fecha de aplicación de estos requisitos varía gradualmente en función del tamaño de las entidades, permitiendo una transición progresiva y adecuada para todas las partes involucradas. De esta forma, para los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2024: las entidades de interés público con más de 500 empleados; esto también es aplicable a las entidades de interés público que sean sociedades matrices de un grupo con estas características. Estas entidades ya están sujetas a la NFRD. Para los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2025: las entidades que superen al menos dos de los siguientes criterios en la fecha de cierre del ejercicio: un número medio de empleados, un balance total de 20 millones de euros o ingresos netos de 40 millones de euros. También se aplicarán estos criterios cuantitativos a las sociedades matrices de un grupo grande. Actualmente, estas empresas no están sujetas a la NFRD. Para los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2026: pequeñas y medianas empresas cotizadas (que no sean microempresas), las entidades de crédito pequeñas y no complejas, y las entidades de seguros cautivas. No obstante, las

pequeñas y medianas empresas cotizadas podrían optar por no participar en los ejercicios que comiencen antes del 1 de enero de 2028.

En definitiva, se espera que el número de empresas obligadas a presentar informes sobre sostenibilidad aumente considerablemente, pasando de un reporte actual de 11.700 empresas a un estimado de 50.000 grandes empresas, ya sean cotizadas o no (EP, 2022). Este cambio proporcionará un poco más de tiempo a las medianas y pequeñas empresas para que puedan adaptarse a los nuevos marcos normativos considerando una transición menos disruptiva y más suave. Sin duda, una medida normativa que es un movimiento sin precedentes, dado que nunca antes se había llevado a cabo una ampliación de este calibre en términos de informes de sostenibilidad de manera obligatoria.

Actualmente, no existen datos concretos sobre el impacto de esta medida, ya que los primeros informes de sostenibilidad bajo la CSRD comenzarán a formularse por las grandes empresas en el año 2025, lo cual marca el inicio de esta nueva era en la divulgación de información sobre sostenibilidad. Sin embargo, existe una base preliminar que nos puede facilitar indicios sobre el futuro comportamiento en la elaboración de estos informes: los estados de información no financiera elaborados por las empresas en Europa bajo el mandato de la norma que se van a sustituir, la NFRD. Estos estados ya contienen revelaciones sobre sostenibilidad, las cuales incluyen información sobre diversos aspectos relevantes, como la relación entre las prácticas sostenibles y los parámetros financieros clave de las empresas, tales como el nivel de ingresos o el endeudamiento. Este tipo de información puede servir para anticipar el modo en que se desarrollarán y estructurarán los informes de sostenibilidad bajo la CSRD. Además, la experiencia en la elaboración de la

información bajo NFRD podría favorecer la identificación de posibles áreas de mejora y desafíos en la implementación de los nuevos requisitos de la CSRD.

En relación con el contenido del informe de sostenibilidad bajo normas ESRS, se basará en cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, así como el impacto en la sostenibilidad y en el modelo de negocio, rentabilidad y situación financiera de la entidad. Se basa en el principio de "doble materialidad" considerando los impactos financieros y no financieros. Además, se exige que la información reportada sea verificada por un auditor o verificador independiente acreditado, lo que garantiza la fiabilidad y transparencia de los datos presentados. En este sentido, va a ser necesaria una labor didáctica profunda en relación con la comprensión de los propósitos, así como de los objetivos de la CSRD y de las ESRS en último término, suponiendo un desafío y un mayor coste para las corporaciones (Baumüller & Sopp, 2022). En cierta forma, este reto es confirmado por la evidencia previa, para un período 2019-2021, en el que la divulgación de la doble materialidad se localizaba en pocas empresas, principalmente europeas (De Cristofaro & Gulluscio, 2023).

El informe sobre sostenibilidad bajo normas ESRS debe ser incluido en una sección específica del informe de gestión, debidamente etiquetado digitalmente y accesible a través del European Single Access Point (ESAP), que se trata de un punto de acceso único para información pública financiera y relacionada con la sostenibilidad sobre empresas de la UE y productos de inversión de la UE (EP, 2023), que pretende dar a las empresas más visibilidad ante los inversores, abriendo más fuentes de financiación. De este modo, con el ESEF ya en funcionamiento, y la estandarización de los datos de sostenibilidad a través de ESRS y todo ello bajo XBRL, la tecnología proporcionará el terreno para una calidad aún mayor del análisis automatizado en muchos campos (Tóth *et al.*, 2021), donde la información sobre riesgos dispone de un marco adecuado

en cuanto a contenidos y formatos, que podría permitir a priori un mejor análisis y eficiencia en la toma de decisiones (Tabla 3.1).

En conjunto, la CSRD y las normas ESRS implican un avance significativo hacia la rendición de cuentas y la transparencia en la divulgación de información sobre sostenibilidad en la Unión Europea, con una nueva norma que no sólo tiene pretensiones de cumplimiento estricto de la regulación, sino la búsqueda del impulso de prácticas empresariales sostenibles y responsables. Específicamente en relación con el contenido del informe de sostenibilidad bajo normas ESRS, se van a abordar de forma detallada cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, evaluando su impacto directo en la sostenibilidad global y en diversos aspectos del modelo de negocio, así como en la rentabilidad y situación financiera de la entidad.

Este enfoque se fundamenta en el principio de "doble materialidad", el cual reconoce tanto los impactos financieros como los no financieros que pueden tener influencia en la valoración de una compañía. Además, se establece como requerimiento que la información reportada sea sometida a verificación por parte de un auditor o verificador independiente acreditado, con la pretensión de asegurar la fiabilidad y transparencia de los datos presentados ante los *stakeholders*, en último término, el público en general. La implementación efectiva de la CSRD y las normas ESRS implicará un desafío significativo para las compañías, tanto en términos de comprensión de los objetivos y propósitos subyacentes como en términos de los costes asociados (Baumüller & Sopp, 2022).

Esta perspectiva se ve defendida por evidencia previa que muestra una adopción limitada de la doble materialidad hasta el período 2019-2021, especialmente entre las empresas europeas (De Cristofaro & Gulluscio, 2023). Por otro lado, en cuanto a su formato, se apuesta por el estándar digital XBRL y el informe sobre sostenibilidad

bajo normas ESRS deberá ser integrado en una sección específica del informe de gestión de manera clara y accesible digitalmente a través del European Single Access Point (ESAP). Este punto de acceso único para información pública financiera y de sostenibilidad sobre empresas de la UE y productos de inversión (EP, 2023) tiene como objetivo mejorar la transparencia de las empresas ante los inversores y facilitar el acceso a diversas fuentes de financiación. Con la implementación de la Taxonomía ESEF y la estandarización de datos de sostenibilidad bajo ESRS utilizando XBRL, la tecnología ofrecerá un entorno propicio para mejorar la calidad del análisis automatizado en múltiples áreas (Tóth *et al.*, 2021). El análisis de los riesgos no es ajeno a estas mejoras, pues se beneficiará de un marco adecuado en términos de contenido y formato, lo cual podría promover un análisis más profundo y eficiente para facilitar la toma de decisiones estratégicas y operativas (Tabla 3.1).

ESRS	Final name	Related risks	Code	Instances
1	Climate change	Material physical risks	esrse1_physical	* Inundaciones * Sequías * Incendios forestales * Aumento del nivel del mar * Olas de calor extremas * Heladas extremas
1	Climate change	Material transition risks	esrse1_transition	* Precios del carbono * Cambios en la demanda de los consumidores * Cambios en las regulaciones gubernamentales
2	Pollution	Pollution risks	esrse2_pollution	* Contaminación del aire * Contaminación del agua * Contaminación del suelo
3	Water and marine resources	Water and marine resources risks	esrse3_water	* Escasez de agua * Contaminación del agua * Contaminación marina * Pérdida de biodiversidad
4	Biodiversity and ecosystems	Biodiversity risks	esrse4_biodiversity	* Pérdida de biodiversidad * Degradación de los ecosistemas
5	Resource use and circular economy	Resources use and circular economy risks	esrse5_circular	* Agotamiento de los recursos naturales * Generación de residuos * Contaminación

6	Own workforce	Workforce risks	esrss1_workforce	* Accidentes * Enfermedades * Discriminación * Ausencia de diversidad e inclusión
7	Workers in the value chain	Value chain risks	esrss2_valuechainworkforce	* Condiciones laborales insalubres o inseguras * Discriminación * Ausencia de diversidad e inclusión
8	Affected communities	Communities risks	esrss3_communities	* Impacto ambiental negativo * Impacto social negativo * Pérdida de oportunidades económicas
9	Consumers and end-users	Consumers risks	esrss4_consumers	* Seguridad de los productos o servicios * Privacidad de los datos personales * Engaño o publicidad engañosa
10	Governance, risk, and management	Business conduct risks	esrsg2_conduct	* Corrupción * Soborno * Violaciones de los derechos humanos
10	Governance, risk, and management	Governance risks	esrsg1_governance	* Falta de transparencia * Falta de rendición de cuentas * Falta de independencia
10	Governance, risk, and management	Management risks	esrsg1_management	* Falta de habilidades o experiencia * Falta de procesos o sistemas
10	Governance, risk, and management	Internal control risks	esrsg1_internal	* Controles inadecuados * Controles débiles

Tabla 3.1. ESRS y riesgos de interés en cada apartado.

3.2. Hipótesis de estudio

Un número considerable de autores han analizado en profundidad el papel de la información sobre el valor de mercado, como resumen Rodríguez et al. (2020). Estos estudios subrayan la importancia de entender el modo en que la transparencia informativa puede influir en la percepción del mercado sobre una empresa y, por lo tanto, en su valor de mercado, que afecta a su percepción externa, en el coste del capital y en la confianza de los inversores.

Como sucede en otras áreas de divulgación corporativa, es particularmente relevante explorar qué factores explicativos podrían evidenciar diferentes grados de transparencia y, en particular, en relación con las revelaciones relacionadas con el

riesgo. Hay un número significativo de contribuciones que vinculan los niveles de divulgación con dimensiones de la empresa, como el tamaño de la empresa, el país y algunas variables financieras, como el apalancamiento, la rentabilidad o la intensidad de la inversión; variables fundamentales para entender los motivos detrás de las decisiones de divulgación corporativa y su efectividad en diferentes contextos.

La comprensión de estas relaciones nos permite desentrañar cómo y por qué las empresas eligen divulgar cierta información y el modo en que dichas decisiones afectan su desempeño y percepción en el mercado. La variación en estos factores puede ofrecer una explicación comprensiva de por qué algunas empresas son más transparentes que otras y cómo estas prácticas de divulgación pueden influir en la competitividad y sostenibilidad a largo plazo de las empresas. Una vez que hemos justificado adecuadamente las coordenadas relevantes del entorno en el que va a desenvolverse el estudio empírico, es posible plantear diversas hipótesis.

Respecto de las divulgaciones previas acerca de la sostenibilidad y su relación con las magnitudes financieras, Kumar et al. (2023), respecto de las empresas no bancarias que cotizan en India, encontraron que el apalancamiento financiero y la rentabilidad estaban relacionados negativamente con la divulgación de la sostenibilidad de las empresas en la India, lo que sugiere que las empresas más endeudadas y con mayores beneficios pueden percibir la divulgación de sostenibilidad como un coste adicional y plantea importantes preguntas sobre las motivaciones detrás de las divulgaciones de sostenibilidad y cómo las presiones de tipo financiero podrían influir en estas decisiones. Por su parte, Sonia et al. (2020), en relación con las divulgaciones de sostenibilidad de las empresas cotizadas en Indonesia, indican que la liquidez y el apalancamiento tienen un efecto negativo y también significativo en la divulgación del informe de sostenibilidad. Este hallazgo es consistente con la idea de que las

empresas con más recursos financieros están en una mejor posición para invertir en prácticas de divulgación de sostenibilidad. Por ejemplo, las empresas con mayores ingresos tienden a tener mejores medios financieros para respaldar estas actividades de divulgación (Kansal et al., 2014; Torugsa et al., 2012). Estas divulgaciones reducen el coste general de las operaciones al reducir el coste político y la asimetría de la información, ayudando a estas empresas a acceder a fondos de inversión. Por otro lado, Balogh et al. (2022) encontraron que los ingresos, el número de empleados y la rentabilidad influyeron positivamente en las divulgaciones sobre sostenibilidad; en el caso de los ingresos, en lo relacionado con las divulgaciones de gobierno y ambientales. Este resultado resalta la importancia de los recursos organizacionales en la capacidad de una empresa para mantener altos niveles de transparencia en sus informes de sostenibilidad. Por lo que cabe formular la hipótesis:

H1: Existe una relación significativa entre divulgaciones sobre de sostenibilidad y perfil financiero de la entidad.

Por otro lado, en el contexto de los reportes de sostenibilidad de la Unión Europea, cabe analizar la relación entre el país y el sector al que pertenece la compañía y sus divulgaciones de sostenibilidad. En este sentido, Michelin (2011) indica la diferencia en el grado de divulgación entre las empresas europeas y las estadounidenses, teniendo las primeras unas tasas de divulgación más altas, basado en un papel más fuerte del Estado. Dincer *et al.* (2023) examinaron la relación entre la divulgación de sostenibilidad y el rendimiento empresarial en diversas industrias de empresas cotizadas en la Bolsa de Estambul, encontrando que la divulgación de sostenibilidad tiene una relación positiva en el rendimiento financiero, especialmente en empresas con un alto impacto ambiental. Por otro lado, Gallén y Peraita (2018) indican que los países con un PIB más alto, la divulgación de la RSE se relaciona positivamente con

la evitación de la incertidumbre y la indulgencia; mientras que en los países con un PIB más bajo, los resultados sugieren que la divulgación de la RSE se relaciona negativamente con la distancia de poder y positivamente con la evitación de la incertidumbre. Por su parte, por Buallay (2020) comparó las prácticas de divulgación de sostenibilidad entre los sectores manufacturero y bancario, de forma que la ESG afecta positivamente al rendimiento operativo, financiero y del mercado en el sector manufacturero, al contrario que en el sector bancario. En este sentido, cabe plantear la siguiente hipótesis:

H2: Existe una relación significativa entre divulgaciones sobre de sostenibilidad y el país y sector al que pertenece la compañía.

Beerbaum et al. (2016) analizan los resultados de la encuesta realizada por la ESMA sobre la aplicación de la información financiera en base a la taxonomía ESEF, indicando que un pequeño número de comentaristas rechazan las propuestas por completo o están en contra de recomendaciones individuales ESMA. Di Fabio et al. (2019), en relación con la misma consulta de la ESMA, señalan la brecha existente entre los sujetos que soportan los costes de implementación de una tecnología de comunicación y sus usuarios finales. Miścikowska (2022) muestra, en relación con la citada encuesta, que los encuestados no pudieron juzgar la idoneidad de la selección de XBRL como formato de informe digital, o no estaban de acuerdo con ella, así como la no necesidad extender esta tecnología a otros informes, como los informes no financieros. En definitiva, la diferencia de intereses y la posición de los usuarios y los preparadores nos indican diferencias de aceptación de la Taxonomía ESEF.

En otro orden de cosas, cabe explorar hasta qué punto las empresas con una mayor rentabilidad hacen un mejor uso de una taxonomía financiera, como la relacionada con USGAAP o XBRL y en último término, con ESEF. Cormier *et al.* (2022) indican

que las extensiones de XBRL están relacionadas positivamente (negativamente) con el valor del mercado de valores para las empresas que muestran ganancias positivas (negativas). De este modo, la rentabilidad económica o ROA también es una variable clave para reducir la asimetría en el mercado. Para Cong *et al.* (2014), cuanto mayor sea el ROA, menor será el riesgo de incumplimiento de XBRL y luego menor será el coste de capital. Por otro lado, Ragothaman (2012) indica que los adoptantes voluntarios de XBRL tenían ratios de rentabilidad más altos, aunque sin una diferencia estadísticamente significativa. Abdullah *et al.* (2008) convienen también en el interés de estudiar el efecto país y sector en cuanto a prácticas de implementación de XBRL. De esta forma, cabe formularse las hipótesis:

H3: Existe una relación significativa entre uso del nuevo reporte digital ESEF y perfil financiero de la entidad.

H4: Existe una relación significativa entre uso del nuevo reporte digital ESEF y el país y sector al que pertenece la compañía.

3.3 Metodología de investigación

Para evaluar adecuadamente la situación base, se ha seleccionado la muestra de empresas que conforman el EURO STOXX 50 (Stoxx, 2022). Se ha fijado la muestra según su composición a finales del ejercicio económico 2021 para poder así realizar algunas comparaciones y testar efectos dinámicos con los dos ejercicios anuales disponibles, 2021 y 2022. Se trata de un grupo de compañías particularmente interesante, en tanto representa una muestra diversa y representativa de las principales empresas cotizadas en la Unión Europea, abarcando diversos sectores económicos y geográficos lo que puede proporcionar una perspectiva amplia y enriquecedora sobre

cómo las empresas de diferentes industrias y países europeos abordan las nuevas regulaciones de información no financiera. Las empresas que lo conforman suelen ser líderes en sus respectivos sectores y, por lo tanto, están en el centro de la atención tanto de inversores como de reguladores. Como tales, tienden a estar en la vanguardia de la adopción de prácticas y estándares emergentes, como las ESRS y la Taxonomías ESEF basada en XBRL. Esto puede permitir analizar cómo las empresas que están a la vanguardia de la industria están respondiendo a estos cambios regulatorios y cómo están influyendo en la evolución de las prácticas de informes corporativos en Europa. Sus primeros pasos en esta implementación pueden tener un efecto tractor relevante, adaptándose y contribuyendo a la transformación de la divulgación de información no financiera en la región.

La materia prima con la que se han realizado los análisis son los primeros informes ESEF publicados, captados a través del sitio Web <https://filings.xbrl.org/> mantenido por el consorcio XBRL (2021), que se nutre a su vez fundamentalmente de los sitios Web oficiales de los reguladores bursátiles europeos, entre otras fuentes. Dichos informes admiten análisis manual, al proporcionar una visualización inmediata similar a los PDF tradicionales, pero también automatizada, al incorporar etiquetas digitales XBRL en el entramado del texto.

El presente estudio explora ambas dimensiones, tanto el contenido, con especial atención a la similitud y afinidad de la información no financiera con las ESRS, como al formato digital en sí, determinando el grado de sofisticación alcanzada en estos primeros informes. Además del país y el sector, diferentes variables financieras se han extraído igualmente de dicho informe anual que contiene por supuesto los estados financieros consolidados de cada empresa. Con objeto de operacionalizar el análisis empírico, se han extraído las siguientes variables (Tabla 3.2):

	Código	Variable	Detalles
Variables dependientes			
1 a 12	ESRS..._	ESRSG1_MANAGEMENT , ... (12 variables)	Para cada variable se ha proporcionado un valor 1 o 0 dependiendo de si los aspectos sobre riesgos tratados en cada norma aparecen suficientemente en el informe de la empresa en cuestión.
1	__ESRS_RISK	Revelaciones de riesgos requeridas por las ESRS	Variable promedio del nivel de revelación de riesgos respecto del nivel máximo.
1	_XBRL_USE_OF_ESEF	Nivel de uso de ESEF en el informe.	Número de etiquetas diferentes, procedentes de la taxonomía ESEF, presentes en el informe de cada empresa
1	____XBRL_TAGS_IN_EXTE	Nivel de uso de etiquetas extendidas que derivan de ESEF en el informe.	Número de etiquetas extendidas diferentes, vinculadas a las de la taxonomía ESEF, presentes en el informe de cada empresa
País y sector (COUNTRY_) (X1_) (SECTOR_) (X2_)			
8	BE, DE, ES, FI, FR, IE, IT, NL Precedidos de X1_	País	Variable dicotómica para indicar el país donde radica cada compañía
18	Automobiles and Parts; Banks; Chemicals; Construction and Materials; Consumer Products and Services; Energy; Financial Services; Food, Beverage and Tobacco; Health Care; Industrial Goods and Services; Insurance; Personal Care, Drug and Grocery Stores; Real Estate; Retail; Technology; Telecommunications; Travel and Leisure; Utilities. Precedidos de X2_	Sector	Variable dicotómica para indicar el sector al que pertenece cada compañía.
Perfil financiero (FIN_)			
1	FIN_ROA	Rentabilidad sobre los activos	ROA medido a partir de información financiera consolidada.
2	FIN_MARGIN	Margen sobre ventas	Cociente entre beneficios e ingresos, a nivel consolidado.

3	FIN_INVESTMENT	Intensidad de inversión	Cociente entre el cash flow de inversiones y el cash flow de operaciones, revertido de signo
4	FIN_TOTALASSETS	Total activo	Medida en términos absolutos del tamaño empresarial.
5	FIN_LEVERAGE	Apalancamiento financiero	Cociente entre total deudas y total patrimonio neto, como medida del nivel de endeudamiento.
6	LOG(FIN_REVENUE)	Logaritmo natural de los ingresos.	Da una medida alisada del tamaño empresarial.

Tabla 3.2. Descripción de las variables del estudio y codificación.

Una vez definidas las variables pertinentes y generadas las estadísticas descriptivas correspondientes, se procederá a desarrollar modelos econométricos de regresión múltiple asociados a cada una de las hipótesis planteadas. Este primer grupo de modelos [1] estará orientado a identificar factores explicativos que influyan en el contenido de los nuevos informes corporativos. Por otro lado, el segundo grupo [2] se centrará en analizar en detalle los diferentes formatos digitales utilizados. Estos enfoques han de permitir no solo detectar las variables clave que afectan el contenido

$$\begin{aligned}
 ESRS_RISK_i = & \beta_0 + \sum_{k=1}^{18} \beta_{1k} SECTOR_{ki} + \sum_{l=1}^8 \beta_{2l} COUNTRY_{li} + \\
 & + \sum_{m=1}^6 \beta_{3m} FIN_{-i} + \varepsilon_i ; i = 1 \dots 50. \quad [1]
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 XBRL_USE_OF_ESEF_i = & \gamma_0 + \sum_{k=1}^{18} \gamma_{1k} SECTOR_{ki} + \sum_{l=1}^8 \gamma_{2l} COUNTRY_{li} + \\
 & + \sum_{m=1}^6 \gamma_{3m} FIN_{-i} + \varepsilon_i ; i = 1 \dots 50. \quad [2]
 \end{aligned}$$

de los informes, sino también explorar las tecnologías digitales adoptadas y su impacto en la presentación de la información empresarial.

3.4. Resultados empíricos

Realizar un análisis empírico de los informes ESEF de las empresas del EURO STOXX 50 puede ofrecer indicios relevantes para comprender la información sobre riesgos presente en estos documentos que adoptan el nuevo formato. Los informes ESEF, o informes financieros en formato europeo, representan una nueva manera estandarizada de presentar información financiera en la Unión Europea, utilizando el lenguaje XBRL para facilitar la comparabilidad entre diferentes entidades.

Este análisis es crucial, dado que puede proporcionar instrumentos efectivos para interpretar y evaluar los riesgos contenidos en dichos informes. Es especialmente relevante en el contexto de los futuros requerimientos de las ESRS, que impondrán nuevos requerimientos de divulgación sobre riesgos para las empresas cotizadas. Los resultados de este estudio pueden ser de gran utilidad tanto para las empresas, al ayudarles a cumplir con estos nuevos requisitos, como para los inversores, al permitirles comprender de manera más completa los riesgos asociados a sus inversiones. El análisis se estructura en dos partes distintas: inicialmente, se centra en las divulgaciones específicas exigidas por las ESRS en los informes ESEF; posteriormente, se dirige hacia la infraestructura digital que soporta estos informes, destacando la implementación y los beneficios del formato ESEF-XBRL para la comparabilidad y transparencia de la información financiera.

	2021		2022	
		%		%
ESRSG1_MANAGEMENT	43	86%	43	86%
ESRSG1_GOVERNMENT	42	84%	42	84%
ESRSG2_CONDUCT	39	78%	30	60%
ESRSE1_PHYSICAL	38	76%	38	76%
ESRSE1_TRANSITION	38	76%	30	60%
ESRSS3_COMMUNITIES	37	74%	36	72%
ESRSS1_WORKFORCE	35	70%	44	88%
ESRSS4_CONSUMERS	35	70%	33	66%
ESRSE5_CIRCULAR	34	68%	38	76%
ESRSG1_INTERNAL	34	68%	25	50%
ESRSE2_POLLUTION	33	66%	36	72%
ESRSS2_VALUECHAINWORKFOR	29	58%	38	76%
ESRSE3_WATER	28	56%	40	80%
ESRSE4_BIODIVERSITY	24	48%	42	84%
Average		70%		74%

Tabla 3.3. Presencia de divulgación relacionada con los nuevos estándares y el contenido sobre riesgos que requieren divulgar.

En la Tabla 3.3 se puede observar que las divulgaciones sobre riesgos asociados a la gestión y gobierno son significativamente más frecuentes, abarcando más de 40 entidades, mientras que aquellas relacionadas con la cadena de valor, el agua y la biodiversidad son menos comunes, alcanzando menos de 30 corporaciones. A pesar del cambio en el ejercicio económico, los niveles de similitud con la normativa norma se mantienen estables o muestran ligeros incrementos, incluso para las tres áreas que aún no han sido adoptadas por la Comisión Europea, como se indica con el sombreado en la tabla. La prevalencia de ciertas divulgaciones de riesgos sobre otras puede explicarse por diversos factores, entre ellos la crítica importancia de los riesgos asociados a la gestión y gobierno para la viabilidad a largo plazo de las empresas. Estos riesgos incluyen la gestión financiera, operativa y de cumplimiento, aspectos fundamentales para asegurar la estabilidad y el crecimiento empresarial. Además, en varios países europeos existe una fuerte presión regulatoria establecida para la divulgación de aspectos relacionados con el gobierno corporativo, mientras que la

normativa ambiental y social muestra un menor grado de consolidación y armonización a nivel europeo.

Descriptive Statistics for __ESRS_RISK
Categorized by values of COUNTRY
Sample: 1 50

COUNTRY	Average
BE	0.500000
DE	0.633929
ES	0.553571
FI	0.500000
FR	0.847619
IE	0.821429
IT	0.678571
NL	0.595238

Tabla 3.4. Reporte sobre riesgos requeridos por las ESRS por país y dinámica 2021-2022.

En la Tabla 3.4 se puede observar claramente que las empresas del EURO STOXX 50 de Francia e Irlanda destacan de forma significativa, con una media de revelaciones sobre riesgos que supera el 80%. Por el contrario, las empresas de Bélgica, España y Holanda muestran cifras inferiores al 50%, en ese orden. Estas diferencias sustanciales podrían explicarse en gran medida por las variaciones en los entornos regulatorios nacionales de cada país. Es posible que estas diferencias se mitiguen a medida que se publiquen comparaciones minuciosas a nivel nacional y sectorial, lo cual podría ejercer una presión significativa en aras de homogeneizar las prácticas de divulgación de riesgos. La armonización regulatoria en la Unión Europea también desempeña un papel crucial en este contexto. Los esfuerzos para establecer normativas comunes y transparentes en toda la Unión Europea podrían incentivar a las empresas a mejorar y estandarizar sus procesos de divulgación de riesgos.

Descriptive Statistics for __ESRS_RISK

Categorized by values of SECTOR
Sample: 1 50

SECTOR	Average
Automobiles and Parts	0.803571
Banks	0.571429
Chemicals	0.857143
Construction and Materials	0.928571
Consumer Products and Services	0.839286
Energy	0.678571
Financial Services	0.214286
Food, Beverage and Tobacco	0.785714
Health Care	0.660714
Industrial Goods and Services	0.683673
Insurance	0.571429
Personal Care, Drug and Grocery Stores	0.928571
Real Estate	0.928571
Retail	0.500000
Technology	0.517857
Telecommunications	0.642857
Travel and Leisure	0.785714
Utilities	0.607143

Tabla 3.5. Informe sobre riesgos ESRS por sector

En este sentido, la media nos muestra un mayor volumen de revelaciones en los sectores de construcción y material, inmobiliaria, cuidado personal, farmacias y tiendas de comestibles, por encima del 90% (Tabla 5). Las empresas de estos sectores pueden estar expuestas a un mayor número de riesgos, lo que les obliga a divulgar más información sobre estos riesgos. Por el contrario, los sectores asociados a las finanzas (servicios financieros y banca) así como el comercio minorista y el sector tecnológico muestran un menor nivel de revelaciones relacionadas con ESRS. Es posible que estos sectores, en especial el financiero, dispongan de herramientas propias y que hasta que no suceda una adecuada extensión sectorial de las ESRS, estas empresas no encuentren un buen acomodo en los estándares de tipo general, como ha ocurrido de forma tradicional con las normas de información financiera.

Dependent Variable: __ESRS_RISK

Method: Least Squares
Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.209828	0.328019	0.639681	0.5255
FIN_LEVERAGE	-0.463666	0.178311	-2.600326	0.0124
LOG(FIN_REVENUE)	0.076505	0.033157	2.307354	0.0255
R-squared	0.162978			
Prob(F-statistic)	0.015287			

Tabla 3.6. Relación entre reporte ESRS y perfil financiero

En la estimación presentada en la Tabla 3.6, la variable dependiente considerada es la revelación de riesgos según las ESRS, analizada en función del apalancamiento financiero y de los ingresos por ventas. Ambas variables muestran una aparente significancia estadística para explicar el nivel de divulgación de riesgos bajo las ESRS. Las empresas con un mayor apalancamiento financiero tienden a revelar más información sobre riesgos. Esto puede deberse a que estas empresas están más expuestas a riesgos financieros significativos, como el riesgo de impago. La divulgación detallada de estos riesgos puede proporcionar a los inversores una mejor comprensión de la estabilidad financiera de la empresa, permitiéndoles tomar decisiones de inversión más informadas. Sin embargo, esta focalización en los riesgos financieros podría implicar que las empresas dediquen menos recursos y atención a otras dimensiones de riesgo, lo que podría explicar el signo negativo observado en la estimación.

Por otro lado, las empresas con mayores ingresos por ventas también tienden a divulgar más información sobre riesgos. Esto puede ser atribuido a que estas empresas disponen de más recursos para dedicar a la divulgación de información. Además, las empresas con mayores ingresos por ventas suelen enfrentar riesgos comerciales más significativos, como la competencia intensa o cambios en el mercado, lo cual motiva la divulgación de estos riesgos para informar adecuadamente a los inversores sobre

los factores que podrían afectar el desempeño empresarial. El análisis también revela que ciertos países, como Francia, y sectores específicos, como el sector inmobiliario, muestran una mayor propensión a la divulgación detallada de riesgos. Esto podría estar relacionado con una mayor disponibilidad de recursos y un escrutinio más riguroso por parte de los grupos de interés en estos sectores y regiones, como se detalla en la Tabla 3.7. En resumen, estos hallazgos acentúan la importancia del apalancamiento financiero, los ingresos por ventas y el contexto sectorial y nacional en la determinación de las prácticas de divulgación de riesgos corporativos, proporcionando una perspectiva valiosa para entender cómo las empresas gestionan y comunican la información sobre riesgos a sus inversores y partes interesadas.

Dependent Variable: __ESRS_RISK

Method: Least Squares

Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.014986	0.289151	-0.051827	0.9589
X2_FR	0.220143	0.056841	3.872974	0.0003
FIN_LEVERAGE	-0.386678	0.156198	-2.475564	0.0171
LOG(FIN_REVENUE)	0.085628	0.029034	2.949225	0.0050
X1_REAL	0.409888	0.189529	2.162667	0.0359
R-squared	0.404528			
Prob(F-statistic)	0.000087			

Tabla 3.7. Relación entre reporte ESRS, perfil financiero, países y sectores

En lo que concierne a la infraestructura de reporte digital de estas divulgaciones, se realiza un análisis detallado de los informes ESEF, orientándose en su estructura XBRL subyacente. Las dos variables principales que ocupan la atención de este estudio son, en primer lugar, el número de etiquetas XBRL que la empresa utiliza de entre todas las que conforman el diccionario de etiquetas de la Taxonomía ESEF, que

cuenta con unas 1.200 etiquetas. Las empresas que muestran un alto valor en esta variable pueden ser más conscientes de la importancia de la divulgación de información sobre riesgos, ya que utilizan una mayor cantidad de etiquetas estándar para describir sus datos financieros y de riesgo. La segunda variable que consideraremos es la cantidad de etiquetas digitales propias que la empresa añade para definir mejor su propio reporte, aprovechando la característica de extensibilidad del estándar XBRL. Las empresas que muestran un alto valor en esta variable pueden ser consideradas más innovadoras en su enfoque de la divulgación de información sobre riesgos, al crear etiquetas personalizadas para proporcionar información adicional refleja un esfuerzo por comunicar de manera más exhaustiva y precisa los riesgos específicos que enfrentan.

Number of XBRL tags	2021	2022	% increase
_XBRL_USE_OF_ESEF	595	720	21%
__XBRL_TAGS_IN_EXTE	61	131	115%

Descriptive Statistics for
 __XBRL_USE_OF_ESEF
 Categorized by values of COUNTRY

COUNTRY	Mean
DE	0.378512
ES	0.927133
FI	0.264166
FR	0.382338
IE	0.547486
IT	0.550944
NL	0.404578
All	0.479851

Tabla 3.8. Porcentaje de uso, en los informes ESEF, de las etiquetas que ofrece la taxonomía oficial ESEF, por país, y efecto longitudinal.

Los datos muestran que, en general, las empresas del EURO STOXX 50 están mejorando su divulgación sobre riesgos. Esto se refleja en el aumento del número de etiquetas ESEF y etiquetas extendidas ESEF utilizadas en los informes anuales. La Tabla 3.8 ilustra cómo, con el cambio de ejercicio, en promedio las compañías usan más etiquetas de las que ofrece la taxonomía estandarizada. Este incremento es indicativo de un mayor compromiso con la transparencia y de una mayor creatividad y adaptabilidad, al sentirse más libres para crear sus propias etiquetas. De hecho, la creación de etiquetas personalizadas muestra una evolución significativa de un ejercicio a otro.

Además, la Tabla 3.8 permite prestar atención el uso de etiquetas por país. En este sentido, España se destaca con una media significativamente elevada, superando el 92%, lo que sugiere que las empresas españolas están liderando en la implementación de la taxonomía ESEF y en la utilización de etiquetas extendidas, lo que puede evidenciar un enfoque más detallado y exhaustivo en la divulgación de riesgos. Por el lado contrario, Finlandia y Alemania se encuentran en la parte baja de la tabla, con medias de 26,42% y 37,85%, respectivamente, de modo que en estos países las compañías son más conservadoras en su uso de etiquetas ESEF y extendidas, lo que podría corresponderse con enfoques diferentes regulatorios o menor nivel de madurez en la adopción de esta tecnología.

Descriptive Statistics for
 ___XBRL_USE_OF_ESEF
 Categorized by values of SECTOR

SECTOR	Mean
Automobiles and Parts	0.368715
Banks	0.904429
Chemicals	0.317059
Construction and Materials	0.407821
Consumer Products and Services	0.394852
Energy	0.554669
Food, Beverage and Tobacco	0.327215

Health Care	0.395850
Industrial Goods and Services	0.330394
Personal Care, Drug and Grocery Stores	0.292897
Retail	0.430000
Technology	0.508228
Travel and Leisure	0.687151
Utilities	0.617318
All	0.479851

Tabla 3.9 Porcentaje de uso, en los informes ESEF, de las etiquetas que ofrece la taxonomía oficial ESEF, por sector.

Como se muestra en la Tabla 3.9, el uso del etiquetado es abrumadoramente mayor en el sector bancario, con un 90,44%, seguido a cierta distancia por el sector de viajes y ocio, que registra un 68,72%. En contraste, los sectores de cuidado personal, farmacéutico y tiendas de comestibles presentan un uso del etiquetado significativamente más bajo, con un 29,29%, mientras que el sector químico muestra un 31,71%. El patrón sugiere que el sector bancario y el de viajes y ocio están más avanzados en la adopción de la taxonomía ESEF y sus etiquetas extendidas, ya sea por cuestiones de regulación y transparencia o gestión compleja de riesgos. En contraste, los sectores de cuidado personal, farmacéutico, tiendas de comestibles y químico están rezagados, posiblemente por menor presión regulatoria, distinta percepción de la importancia de la transparencia, o menor familiaridad con la tecnología.

Descriptive Statistics for
__XBRL_TAGS_IN_EXTE
Categorized by values of COUNTRY

COUNTRY	Mean	Sum.
DE	23.00000	46.00000
ES	129.7500	519.0000
FI	0.000000	0.000000
FR	42.61538	554.0000
IE	164.5000	329.0000
IT	107.3333	322.0000
NL	24.00000	144.0000

All	61.74194	1914.000
-----	----------	----------

Tabla 3.10. Número de etiquetas en la taxonomía extendida, por país.

En la Tabla 3.10, se muestra el uso de etiquetas en la taxonomía extendida detallado por país. La media de extensibilidad es marcadamente mayor en Irlanda, con 164,50 etiquetas extendidas, seguida de cerca por España, que tiene una media de 129,75 etiquetas extendidas. Esta alta media de extensibilidad indica que las empresas de estos países están utilizando un mayor número de etiquetas personalizadas en sus informes ESEF. Por el lado contrario, Finlandia tiene una media de 0,00 etiquetas extendidas, y Alemania 23,00. Por lo que las conclusiones en este sentido son similares a las apreciadas para la Tabla 3.8.

Descriptive Statistics for __XBRL_TAGS_IN_EXTE
Categorized by values of SECTOR

SECTOR	Mean	Sum.
Automobiles and Parts	63.00000	63.00000
Banks	163.0000	652.0000
Chemicals	21.00000	42.00000
Construction and Materials	69.00000	69.00000
Consumer Products and Services	26.25000	105.0000
Energy	62.50000	125.0000
Food, Beverage and Tobacco	60.00000	60.00000
Health Care	0.000000	0.000000
Industrial Goods and Services	51.16667	307.0000
Personal Care, Drug and Grocery Stores	10.00000	10.00000
Retail	0.000000	0.000000
Technology	43.50000	87.00000
Travel and Leisure	260.0000	260.0000
Utilities	67.00000	134.0000
All	61.74194	1914.000

Tabla 3.11. Número de etiquetas en la taxonomía extendida, por sector.

En los resultados mostrados en la Tabla 3.11, podemos observar que los sectores de la banca y de viajes y ocio vuelven a posicionarse en la cima en cuanto a la extensión de la taxonomía ESEF, según lo indicado por las medias. Estas industrias utilizan una mayor cantidad de etiquetas extendidas, lo que refleja un enfoque más avanzado y detallado en la divulgación de información. Por el contrario, sectores como los servicios sanitarios y la venta minorista no hacen uso alguno de la taxonomía extendida. Otros sectores, como el consumo de productos y servicios y la industria química, sí utilizan etiquetas extendidas, pero en un nivel ciertamente. Esta variabilidad en el uso de la taxonomía extendida sugiere diferencias significativas en la adopción y aplicación de estas herramientas entre distintos sectores. Los datos por tanto parecen respaldar esta observación, mostrando que las empresas que han avanzado más en el uso de las etiquetas base de ESEF también son las que más etiquetas extendidas propias han creado. Esto explica que ambos aspectos de la sofisticación técnica están correlacionados: las empresas que son más hábiles en la utilización de las etiquetas estándar también tienden a personalizar e innovar más sus informes con etiquetas extendidas. Además, es casi seguro que las extensiones sectoriales serán necesarias para algunas industrias, como ya contempla el propio EFRAG en sus planes futuros, debido a que las características de información en diferentes industrias no siempre pueden ser cubiertas adecuadamente por las etiquetas estándar.

Las empresas españolas y las del sector bancario parecen hacer un uso más completo del etiquetado de XBRL, tal y como nos describe el modelo (Tabla 3.12a). De igual modo las compañías más grandes por volumen de activo, menos rentables (en términos de rentabilidad sobre los activos), las que disponen de mayor margen sobre ventas (normalmente relacionadas con estrategias de diferenciación, más que con

liderazgo en costes) parecen también presentar una sofisticación mayor, indicando así que no sólo el país, sino determinado perfil financiero de las compañías se relaciona con su interés en desarrollar al máximo este formato de reporte digital (Tabla 3.12b).

Dependent Variable: ___XBRL_USE_OF_ESEF

Method: Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.389268	0.034676	11.22584	0.0000
X2_ES	0.373712	0.104028	3.592409	0.0012
X1_BANK	0.328305	0.104028	3.155921	0.0038
R-squared	0.586598			
Prob(F-statistic)	0.000004			

Tabla 3.12a. Relación entre uso de ESEF y efecto de país/sector

Dependent Variable: ___XBRL_USE_OF_ESEF

Method: Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.490469	0.233199	2.103222	0.0457
FIN_ROA*	-2.079917	0.924381	-2.250065	0.0335
FIN_MARGIN*	0.651744	0.228492	2.852378	0.0086
FIN_LEVERAGE	0.185494	0.320473	0.578814	0.5679
FIN_INVESTMENT*	-0.163211	0.069198	-2.358619	0.0265
FIN_TOTALASSETS	-4.25E-08	1.12E-07	-0.380553	0.7067
R-squared	0.411832			
Prob(F-statistic)	0.015533			

*Significant at p<0.05

Tabla 3.12b. Relación entre uso de ESEF y perfil financiero.

Los resultados del estudio exploratorio sugieren la posibilidad de aceptar algunas hipótesis planteadas, pero con cautela. Se requiere corroboración en futuras investigaciones para validar completamente los hallazgos. Los datos proporcionan

indicios favorables hacia la validez de ciertas suposiciones. Es un punto de partida valioso para futuros estudios y desarrollo de nuevas teorías. Resultará necesario continuar con un enfoque riguroso y exhaustivo para obtener una visión más completa de los fenómenos estudiados.

En lo que concierne a las hipótesis planteadas, es posible contrastarlas positivamente; el país, el sector y el perfil financiero de las empresas parece influir notablemente tanto en el grado de cumplimiento de las ESRS como en el grado de uso y sofisticación de la tecnología ESEF. Esto marca un futuro camino de hipótesis adicionales que relacionen tanto a las ESRS como a ESEF con normativa previa de carácter nacional o sectorial, o a características distintivas y diferenciadas de los *stakeholders* con los que opera cada empresa, así como a la posible necesidad de adaptaciones sectoriales de ambos estándares.

En este trabajo, hemos analizado la divulgación de información sobre riesgos en los informes financieros anuales en una circunstancia novedosa, que consiste en la puesta en marcha de nuevas normas de reporte sobre sostenibilidad, de manera obligatoria en el ámbito europeo, así como una nueva infraestructura obligatoria de reporte digital con XBRL. Esta combinación de factores marca un hito revelador en la presentación y regulación de los informes financieros, exigiendo a las empresas a adaptarse a un nuevo conjunto de requerimientos que buscan la mejora de la transparencia y la comparabilidad de la información divulgada.

Se constata así, tanto por la llegada de las normas como por la respuesta que parecen estar dando las compañías, que esta divulgación es de gran valor para los inversores y otros *stakeholders*. La información detallada sobre riesgos permite a estos grupos comprender mejor los riesgos a los que están expuestas las empresas, facilitando una mejor toma de decisiones consciente y más informada.

El análisis de los informes financieros de las empresas del EURO STOXX 50 muestra que estas empresas están efectivamente mejorando su divulgación sobre riesgos. Sin embargo, aún existe un considerable margen de mejora, especialmente en lo que respecta a la profundidad y calidad de la información divulgada. Estas compañías, que son referentes en Europa, pueden influir en el modo en que otras empresas obligadas o no mejoren sus prácticas divulgativas, de forma que los avances que presentan son del máximo interés profesional y académico, así como para un adecuado seguimiento de su progreso por parte de los reguladores.

El diagnóstico al respecto de las mejoras pendientes coincide con la literatura académica analizada, y una solución podría ser adoptar medidas como un uso más intensivo del etiquetado que ofrece la taxonomía ESEF, un incremento en términos absolutos y relativos de las etiquetas propias en cada empresa, que les permitan seguir en una línea con la información estandarizada al tiempo que describen su situación única.

Resultará inevitable emprender futuras investigaciones para estar al tanto de las implicaciones de esta nueva materia prima digital en el ámbito de la auditoría y del análisis empresarial, y medir de forma detallada su nivel de impacto en los procesos de toma de decisiones y en los mercados, evaluando cómo esta mayor precisión y transparencia en la divulgación de riesgos puede intervenir en la apreciación de los inversores y en la estabilidad financiera de las compañías.

CAPÍTULO 4: PRÁCTICAS EMERGENTES EN AUDITORÍA: ANÁLISIS DE CUESTIONES CLAVE DE AUDITORÍA EN UN NUEVO CONTEXTO DE PRESENTACIÓN DE INFORMES DIGITALES EN EUROPA

Este trabajo tiene como objetivo explorar el contenido, la naturaleza y la relevancia de las cuestiones clave de auditoría (KAM) en Europa, en un contexto de presentación de informes digitales en evolución, y explorar el vínculo potencial entre este tipo de contenido y el retraso en la auditoría. La muestra está constituida por empresas incluidas en el índice EURO STOXX 50. El período de estudio es el primer año de la entrada en vigor del marco ESEF (Formato Electrónico Único Europeo), cuyas implicaciones también se exploran. Se aplican estadísticas descriptivas y regresión lineal múltiple a los datos extraídos de informes anuales disponibles públicamente, con especial atención a los informes de auditores independientes a nivel consolidado.

Fue posible explorar las relaciones entre la presencia de KAM en los informes de auditoría y ciertas características de las empresas incluidas en la muestra, como la industria, el país y las características financieras. También fue posible esbozar algunos vínculos potenciales entre las cuestiones clave de auditoría y el momento de la divulgación de la información. Este estudio ayuda a aclarar la magnitud de las KAM en el contexto de los informes de los auditores independientes sobre los estados financieros consolidados en un nuevo entorno informativo en Europa, determinado por la aparición de información no financiera obligatoria y de nuevos estándares digitales.

La auditoría independiente de los estados financieros es un proceso sumamente complejo que busca formular una opinión acerca de la confiabilidad de la información

financiera de una compañía desde una perspectiva externa. Siguiendo estándares de calidad rigurosos, la auditoría financiera es una herramienta fundamental para asegurar la confiabilidad de los estados financieros de una empresa, ya que su proceso ha de ser exhaustivo e integral, cumpliendo con estándares y regulaciones específicas para atestiguar que se realiza de forma adecuada (IAASB, 2009). Si se lleva a cabo de forma efectiva, la auditoría financiera puede aportar la información necesaria para detectar y corregir errores, omisiones y fraudes en los estados financieros de la empresa, por lo que mejora el grado de confianza de los usuarios previstos de los estados financieros.

El informe de los auditores independientes es un documento altamente estandarizado que ha experimentado una reveladora evolución a lo largo de los años. A medida que se han ido estableciendo diversas normativas y estándares de referencia, se han incorporado de forma progresiva más detalles sobre su disposición y contenido. Dicha evolución ha favorecido una mayor uniformidad en el informe de auditoría, lo que proporciona su comparación y análisis entre diferentes empresas y sectores.

Por el contrario, también ha dado lugar a una mayor complejidad en la redacción y la presentación de los informes de auditoría, lo cual puede hacer más difícil su comprensión para aquellos que no están familiarizados con los términos técnicos y las prácticas de auditoría (por ejemplo, Pound, 1981; Dalwai *et al.*, 2023). A pesar de ello, en algunos casos, los informes de auditoría más ampliados resultan ser más fáciles de entender, incluso cuando revelan un mayor número de riesgos asociados (Smith, 2023). Por tanto, es básico que los auditores se esfuercen por presentar la información de manera clara y concisa en el informe de auditoría, cumpliendo al mismo tiempo con los requisitos reglamentarios y las normas de referencia que guían su profesión. La claridad en el informe de auditoría es crucial para que los usuarios del informe,

incluidos los inversores, reguladores y otras partes interesadas, puedan interpretar correctamente los hallazgos y las conclusiones de la auditoría y llevar a cabo una mejor toma de decisiones al respecto, lo cual conlleva un equilibrio no exento de dificultad.

El informe de auditoría es el resultado del trabajo exhaustivo realizado por auditores independientes, cuyo objetivo principal es brindar cierta seguridad de que los estados financieros presentados por la empresa son precisos y confiables. No obstante, es necesario entender que este proceso no ajeno a determinados riesgos. La auditoría no significa efectuar una revisión detallada de todas y cada una de las operaciones comerciales y sus registros contables, sino que se centra en la identificación y evaluación de riesgos significativos que podrían afectar a la imagen fiel de los estados financieros (IAASB, 2009). Para minimizar estos riesgos, los auditores implementan una variedad de técnicas y procedimientos de auditoría específicos, tales como pruebas de controles y pruebas sustantivas.

Adicionalmente, los auditores han de mantener una actitud de escepticismo profesional durante todo el proceso de auditoría, buscando siempre evidencia suficiente y apropiada para respaldar sus conclusiones y juicios, lo que no solo pretende asegurar la integridad del proceso, sino que los hallazgos sean relevantes y precisos. En última instancia, la auditoría es un proceso complejo que requiere un grado significativo de juicio profesional y habilidad (Khan y Oczkowski, 2021; Martinov-Bennie *et al.*, 2022). En cualquier caso, es cada vez más habitual que los auditores informen a los usuarios de los informes de auditoría sobre los procedimientos y circunstancias específicas en las que se ha desarrollado su trabajo, incluyendo el perfil de riesgo con el que se han encontrado y que ha podido condicionar la obtención de suficiente información, evidencia o la formación de

algunos de sus juicios. Esta forma de proceder mejora la transparencia del proceso y además proporciona a los usuarios del informe una visión más clara y completa del entorno operativo de la empresa y los riesgos asociados.

En el contexto del informe de auditoría, los auditores se enfrentan a la importante tarea de identificar y comunicar las cuestiones clave de auditoría o *key audit matters* (KAM, por sus siglas en inglés). Estas KAM representan los asuntos más importantes que los auditores han identificado durante la auditoría y que requieren una mayor atención por parte de los usuarios del informe de auditoría, por cuanto que requieren más juicio de la dirección de la empresa y también del auditor.

La inclusión de las KAM en el informe de auditoría, regulada por la ISA 701 (IAASB, 2016), permite a los usuarios comprender mejor los riesgos y desafíos que la empresa ha afrontado en el proceso de preparación de sus estados financieros y cómo los auditores han abordado estos desafíos durante la auditoría a través de sus pruebas de auditoría realizadas.

Los académicos han identificado varios beneficios de la divulgación de KAM, incluyendo sus efectos en el juicio de los auditores sobre las estimaciones contables y el comportamiento de los gerentes en relación con la presentación de informes financieros, entre otros (Asbahr y Ruhnke, 2019; Gold *et al.*, 2020). Por tanto, las KAM se consideran una herramienta valiosa para mejorar la transparencia y la calidad del informe de auditoría y proporcionar información útil para la toma de decisiones por parte de los usuarios de la información financiera en relación con determinadas cuestiones que suponen una mayor incertidumbre y juicio profesional. Esta práctica no solo fomenta una mayor comprensión de los factores críticos que afectan los estados financieros de una empresa, sino que también permite una evaluación más informada y precisa de la situación financiera de la empresa por parte de los inversores

y otras partes interesadas. Dado que, en el fondo, las KAM informan acerca de los riesgos financieros, que se sitúan dentro del universo de riesgos corporativos de las compañías, es pertinente considerar su análisis.

Paralelamente a esta progresiva mejora en el contenido de los informes de auditoría y en relación con la creciente necesidad de mayor transparencia, existe una demanda creciente por contar con formatos mejorados para el análisis y divulgación de la información empresarial. La adopción por parte de la Unión Europea del estándar XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) para la elaboración del informe financiero anual de las empresas más relevantes ha traído consigo una nueva “materia prima” digital y una posible agilización de los procesos de auditoría, mejorando así la transparencia financiera y comparabilidad de los informes (Brands *et al.*, 2022). Sin embargo, esta adopción también conlleva algunas obligaciones adicionales para los auditores y sus equipos, quienes deben adaptarse a estos nuevos formatos y asegurarse de que la información presentada sea precisa y conforme a los estándares.

Por tanto, el posible efecto sobre los tiempos de los procesos de auditoría, en concreto su reducción, no parece claro a priori. En un contexto internacional marcado por eventos significativos como el fin de la pandemia y la guerra en Ucrania, la recopilación y análisis de evidencia sobre las prácticas emergentes de transparencia en los informes de auditoría en Europa es clave para comprender estos procesos de transformación, tanto en la dimensión de contenidos como en los formatos y procesos relacionados con la profesión de auditoría. Este enfoque no solo proporciona una visión más completa y detallada del panorama actual de la auditoría en Europa, sino que también destaca las áreas donde se pueden realizar mejoras adicionales para fortalecer aún más la transparencia y la integridad de los informes financieros.

Partiendo de estas premisas, el objetivo de este capítulo es explorar el contenido, la naturaleza y la relevancia de las KAM divulgadas por las empresas cotizadas europeas. A través de un análisis en detalle, se busca identificar las principales tendencias y patrones en la divulgación de KAM y cómo estas afectan la percepción y la comprensión de los estados financieros por parte de los usuarios. Las estadísticas descriptivas y las regresiones lineales múltiples muestran ciertas relaciones entre la presencia de KAM en los informes de auditoría y características específicas de las empresas, tales como su sector industrial, país de la empresa analizada y las características financieras. Además, ha sido posible esbozar algunos vínculos potenciales entre las KAM y el momento de la divulgación de la información; lo que proporciona una comprensión mayor sobre las prácticas de divulgación de las KAM, y además destacan la importancia de seguir mejorando en estos procesos en aras a una mayor transparencia y relevancia de los informes de auditoría.

El capítulo se estructura de la siguiente forma. La siguiente sección proporciona antecedentes sobre las KAM y conduce a las preguntas de investigación, por lo que se establece el contexto para el análisis subsiguiente y las áreas clave donde se hace necesaria más profundización y análisis. Los métodos y resultados de la investigación se muestran en las secciones 4.2 y 4.3, respectivamente. Las observaciones finales se proporcionan en la última sección, donde se resumen los principales descubrimientos del estudio y se discuten sus implicaciones para la práctica y la investigación futura.

4.1 Marco teórico

Las KAM se identifican antes y durante el proceso de auditoría en función de la experiencia y el profundo conocimiento del negocio que poseen los auditores, así

como de su comprensión detallada de los riesgos significativos que enfrenta la compañía. Este proceso de identificación es fundamental para los auditores, de forma que se pueden enfocar en las áreas de mayor riesgo y relevancia para la integridad de los estados financieros. Una vez que se identifican las KAM, los auditores comunican estas cuestiones clave en el informe de auditoría, proporcionando una descripción detallada de cómo abordaron esas cuestiones durante la auditoría a través de los procedimientos aplicados. Ello permite a los usuarios del informe de auditoría comprender mejor los riesgos y desafíos específicos que ha enfrentado la empresa al preparar sus estados financieros, que también afectan a los propios del auditor.

Si los administradores y la dirección de la empresa y los auditores han abordado satisfactoriamente las KAM, esto puede fortalecer de forma significativa la opinión mostrada en el informe de auditoría y aumentar la confianza de los usuarios en la información financiera presentada por la empresa. Por esta razón, el contenido del informe de auditoría, y en particular la sección dedicada a las KAM debe elaborarse cuidadosamente, teniendo en cuenta las expectativas y necesidades de los usuarios del informe del auditor (IFAC, 2017).

En Europa, el Reglamento UE N.º 537/2014 exige la inclusión de las KAM (*Key Audit Matters*) en los informes de auditoría, complementado por las Directivas Europeas relacionadas y la aplicación de la ISA 701 (IAASB, 2015) del IAASB. A medida que el contenido de los informes de auditoría ha evolucionado y aumentado en su complejidad, también ha sido necesario dotar a la información corporativa de una infraestructura digital más robusta. Esto ha dado lugar a la promulgación del denominado Reglamento ESEF (Formato Electrónico Único Europeo). De hecho, en 2013 se modificó la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/109/CE), que establece normas sobre la armonización de los requisitos de transparencia de los

emisores. Esta nueva Directiva incluyó, entre otros aspectos, el requisito de que los emisores preparen sus informes financieros anuales en un formato único de presentación electrónica (ESMA, 2023). El Reglamento ESEF consiste básicamente en sustituir los informes tradicionales en formato PDF o web por un nuevo formato electrónico enriquecido basado en el estándar XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*). Este nuevo formato se configura como un documento con etiquetas electrónicas que permiten una adecuada interoperabilidad y posterior procesamiento de los informes anuales a través de medios digitales. Dicho formato facilita la comparación y análisis mediante aplicaciones digitales, lo que no es posible con un PDF tradicional.

Los informes financieros anuales, en este formato, podrán contener un núcleo obligatorio de estados financieros consolidados basados en las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE) junto con el etiquetado digital de otras partes del informe anual de forma voluntaria, dependiendo de los requisitos sectoriales o nacionales. Esta transición hacia el ESEF no solo implica un cambio tecnológico, sino también nuevas obligaciones de verificación por parte de los auditores, que deberán verificar que los informes financieros anuales en formato ESEF cumplan con los requisitos de etiquetado digital y sean compatibles con los estándares XBRL.

La Comunicación Interpretativa de la Comisión Europea sobre la elaboración, auditoría y publicación de los estados financieros incluidos en los informes financieros anuales, elaborados de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2019/815 de la Comisión sobre el Formato Electrónico Único Europeo, aclara estas nuevas obligaciones. Por tanto, no sólo se verifica el contenido de la información financiera contenida en los informes, sino también la correcta aplicación del etiquetado digital

conforme a los estándares establecidos. Si bien parecen claras las ventajas acerca de la accesibilidad, transparencia y análisis de la información financiera, las empresas por su parte deben adaptar sus sistemas de control interno para generar los informes en el formato ESEF, lo que supone un coste en términos monetarios y temporales.

El objetivo que se persigue con la digitalización de los procesos de reporte es también agilizar los mecanismos de emisión y posterior verificación de la información corporativa. Por eso es relevante explorar la relación entre la implementación de estos nuevos mecanismos digitales y el llamado retraso de la auditoría. El término "retraso en la auditoría" se refiere al retraso, medido en días, en la finalización de la auditoría de las cuentas anuales de una empresa una vez finalizado el ejercicio correspondiente. Este retraso puede estar relacionado con varios factores, como la complejidad de la empresa, considerando el tamaño y la industria a la que pertenece, la calidad de su sistema de contabilidad y control interno, la disponibilidad de información relevante y la efectividad de la comunicación entre el equipo de auditoría y la empresa (por ejemplo, Charles *et al.*, 1991; Bonsón *et al.*, 2008; Eghlaïow *et al.*, 2012).

En este contexto, la implementación de un formato digital como el ESEF puede ayudar a reducir el tiempo necesario para realizar la auditoría, ya que facilita la accesibilidad, comparabilidad y análisis de la información financiera, de forma que la digitalización permite una mejor organización y un acceso más rápido a los datos, lo que debería acelerar el proceso de auditoría.

Sin embargo, las nuevas obligaciones para los auditores descritas anteriormente, concretamente la obligación de verificar e correcto etiquetado y la conformidad con el formato ESEF podrían implicar una carga de trabajo adicional que, de forma paradójica, contrarrestaría estas ventajas. Es por eso que la combinación de novedades en el campo regulatorio, como la generalización de la identificación y reporte de KAM

y las novedades en el campo tecnológico y de reporte digital, con las obligaciones asociadas para los auditores, representa un escenario que merece ser explorado de forma empírica, con objeto de comprender si la implementación de estas nuevas tecnologías y regulaciones suponen una mejora en la transparencia y accesibilidad de la información financiera, y también su impacto real en la eficiencia del proceso de auditoría.

4.2 Hipótesis de estudio

La calidad del proceso de auditoría es de gran relevancia para garantizar la confiabilidad de los estados financieros y, por ende, proporcionar a todos los agentes económicos la información necesaria para la toma de decisiones. Velte & Issa (2019), en su examen de la literatura, sugieren que los informes de auditoría más detallados y explicativos podrían mejorar la percepción general sobre la calidad de la auditoría y vigorizar la confianza en las firmas auditadas, de forma que puede influir de forma positiva en el modo en el que los *stakeholders* perciben la empresa auditada y en trabajo de auditoría realizado.

Además, se debe considerar el modo en que la divulgación de KAM tiene un impacto significativo en las percepciones de los usuarios no expertos de los estados financieros acerca de la responsabilidad de los auditores y la confiabilidad de los estados financieros auditados (Coram y Wang, 2021). La inclusión de KAM en los informes de auditoría, regulada por la ISA 701 (IAASB, 2016), mejora la capacidad informativa del informe del auditor al centrarse en los aspectos críticos identificados durante la auditoría. Gold y Heilmann (2019) destacan que, a pesar del potencial informativo de las KAM según la ISA 701, el campo de investigación aún está en desarrollo, lo que

sugiere un área prometedora para futuras investigaciones que podrían profundizar en cómo las KAM afectan las percepciones y decisiones de los usuarios de los informes financieros.

La formulación de las KAM parece depender tanto de las circunstancias determinadas de la empresa durante el proceso de auditoría como de los conocimientos y la experiencia acumulada por parte de los auditores. Por lo tanto, es comprensible que el tipo de auditor, es decir, la firma de auditoría que lleva a cabo el trabajo pueda influir significativamente en las KAM que se identifican y se comunican en los informes.

Este fenómeno se observa en estudios como el de Honkamäki *et al.* (2022) y Baatwah (2022), quienes destacan que las grandes firmas de auditoría (las denominadas Big Four), que normalmente emiten la mayor parte de los informes de auditoría de los grupos que cotizan en bolsa, muestran variaciones sustanciales en la presentación de informes en relación con los riesgos abordados por el auditor y en la cantidad de procedimientos de auditoría empleados por el mismo. Baatwah (2022), al analizar datos del mercado de capitales de Omán entre 2016 y 2019, encuentra evidencia concreta de la diversidad entre los enfoques de los auditores en la selección y divulgación de las KAM en sus informes. Por su parte, Moroney *et al.* (2021) profundizan en cómo estas KAM pueden impactar en la percepción de los inversores sobre la credibilidad de los auditores y la fiabilidad de los estados financieros auditados. Por lo tanto, la pregunta de investigación, que se postula en términos de respuesta positiva como hipótesis (H1) es la siguiente:

H1: ¿Influye el tipo de auditor en el número o variedad de KAM presentes en el informe de auditoría, en particular si la firma de auditoría es o no una de las *Big Four*?

Un número importante de autores ha comenzado a analizar la relación entre la revelación de ciertos contenidos en los informes de auditoría y el valor de mercado de las respectivas empresas, en el comportamiento de las cifras contables, la jurisdicción, la realidad sectorial, entre otros factores. Velte & Issa (2019), en su revisión de trabajos empíricos relevantes sobre el tema, encontraron que estos resultados sobre el impacto de las KAM en la reacción de las partes interesadas aún son mixtos, lo que justifica una actualización de la evidencia empírica para Europa, como se propone en este estudio. Es crítico considerar cómo las KAM afectan la apreciación de los inversores, proveedores y otras partes interesadas, y cómo estas percepciones, a su vez, influyen en el rendimiento financiero y el valor de mercado de las empresas.

Además, las KAM pueden depender de las características específicas del negocio y de los riesgos particulares que presenta cada empresa, lo que añade una capa de complejidad al análisis. Por tanto, parece razonable intentar dar respuesta a la siguiente pregunta de investigación, que, como hipótesis, se prevé responder de modo positivo (H2):

H2: ¿Las KAM están relacionados con las características de la empresa, como el perfil financiero, la industria o el país?

Además, los auditores han estado involucrados en determinadas tareas de verificación relacionadas con los nuevos tipos de informe financiero anual digital. El carácter transformador de dicho formato bien podría, por un lado, reducir el retraso de la auditoría debido a la mayor eficiencia y rapidez en el procesamiento de datos.

Pero, por otro lado, a las tareas adicionales de verificación antes mencionadas, paradójicamente podría aumentar el retraso en la auditoría en presencia de un número significativo de KAM. Bédard *et al.* (2014) parece encontrar evidencia de una relación

positiva entre el número de KAM y los retrasos en los informes de auditoría en Francia. En contraste, para Brasil, Kawamoto *et al.* (2021) parecen encontrar evidencia contraria, sugiriendo que un mayor número de KAM no tiene por qué incrementar los tiempos de realización y finalización de una auditoría. Además, Abdullatif *et al.* (2023) informan de una falta de relación estadísticamente significativa entre el número de KAM y los retrasos en Jordania. Asimismo, de acuerdo con Bonsón *et al.* (2008), la firma auditora también será considerada como una variable de control para explorar el comportamiento de la demora en la auditoría, ya que diferentes firmas pueden tener distintas metodologías y recursos que afectan los tiempos de auditoría. Por lo tanto, vale la pena considerar una nueva pregunta de investigación, que se prevé responder positivamente (como H3).

H3: ¿Influyen las KAM, bajo el nuevo formato digital ESEF, en el retraso de la auditoría?

4.3 Metodología de investigación

Este estudio se centra en una muestra de grupos consolidados que componen el EURO STOXX 50 (Stoxx, 2022), incluidas empresas líderes de Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia y Países Bajos, y representa una composición homogénea dentro de la eurozona en términos de requisitos de información y auditoría para los grupos consolidados, garantizando una comparabilidad robusta y precisa entre las diferentes entidades incluidas en el estudio. El período de estudio es 2021, siendo este el primer año de implementación del marco ESEF, cuyas implicaciones también se considerarán para evaluar el impacto de esta nueva normativa en la presentación y auditoría de los informes financieros. Con la idea de identificar relaciones

significativas y patrones en relación con la información analizada, se han utilizado métodos estadísticos descriptivos y regresión lineal múltiple sobre datos extraídos de informes anuales disponibles públicamente, con especial atención a los informes de auditores independientes a nivel consolidado.

Respecto a las KAM, se ha realizado una búsqueda exhaustiva de las mismas en los informes de auditoría, contabilizando su ocurrencia, su relevancia en el contexto del informe, así como la temática que abordan. Para ello, los principales referentes regulatorios internacionales (Anexos 1 y 2) han permitido operar con una clasificación de 26 categorías según la temática KAM, proveyendo un marco detallado y estructurado para el análisis. Las categorías incluyen: (1) Propiedades de inversión, (2) Propiedades, Planta y Equipo, (3) Deterioro de activos no corrientes (no intangibles ni fondo de comercio), (4) Fondo de Comercio y Otros Activos Intangibles (principalmente deterioro), (5) Inversiones, (6) Inventario, (7) Deudores, (8) Instrumentos financieros, (9) Derivados, (10) Provisiones, (11) Pensiones, (12) Ingresos, (13) Impuestos, (14) Préstamos, (15) Anulación de Control por parte de la Administración, (16) Otros pasivos – Seguros, (17) Otros pasivos – Otros, (18) Litigios y Regulación, (19) Gastos, (20) Presentación de Estados Financieros, (21) Tecnologías de la Información (TI), (22) Excepcionales, (23) Empresa en funcionamiento, (24) Activos mantenidos para la venta, (25) Pagos basados en acciones y (26) Otras KAM (sectores y no clasificables). Este análisis en detalle se ha llevado a cabo utilizando los nuevos informes financieros anuales elaborados en formato ESEF, basado en XBRL y que permite una satisfactoria interoperabilidad y ulterior procesamiento digital de los reportes. Las variables definidas para operacionalizar la investigación empírica se reportan en la Tabla 4.1.

Variable	Details
KAM	Number of KAMs of different themes, present in the same audit report.
KAM_name	_name refers to _GOODWILL, _PROVISIONS..., etc. It refers to the number of KAMs of the subject indicated in the nickname, present in an audit report.
KAM_WEIGHT_WORDS	Weight of the KAM text in the context of the total audit report text, both measured in number of words.
AUDIT_namej=1...5.	Dummy variable to mark one of the four big audit firms, or a different fifth firm, for each company.
END_ROA	Return on Assets of each firm
FIN_TOTALASSETS	Size of each firm measured by total assets.
FIN_INVESTMENT	Investment intensity measured by means of the cash flow in investing activities.
COUNTRY	Dichotomous variable to mark the country from which each company operates. 8 cases.
SECTOR	Sector to which each company is attached. 18 cases.
AUDIT_DELAY	Delay in the issuance of the audit report

Tabla 4.1. Operacionalización de las variables utilizadas.

Una vez designadas las diferentes variables, además de los estadísticos descriptivos que se pretenden generar, se realizaron los siguientes modelos econométricos de regresión múltiple, vinculados a cada una de las preguntas de investigación

formuladas. De esta manera, H1 será explorada a través del modelo [1], H2 será investigada mediante el modelo [2] y H3 será examinada utilizando el modelo [3].

$$KAM_i = \gamma_0 + \sum \beta_{2k} SECTOR_{ki} + \sum \beta_{3l} COUNTRY_{li} + \sum_{m=1}^3 \beta_{4m} FIN_{-i} + \varepsilon_i ; i = 1 \dots 50. \quad [1]$$

$$KAM_WEIGHT_WORDS_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^5 \beta_{1j} AUDIT_{-ji} + \varepsilon_i ; i = 1 \dots 50. \quad [2]$$

$$AUDIT_DELAY_i = \theta_0 + \beta_6 KAM_i + \sum \beta_{7j} AUDIT_{ji} + \sum_{m=1}^3 \beta_{8m} FIN_{-i} + \varepsilon_i ; i = 1 \dots 50. \quad [3]$$

4.4 Resultados empíricos

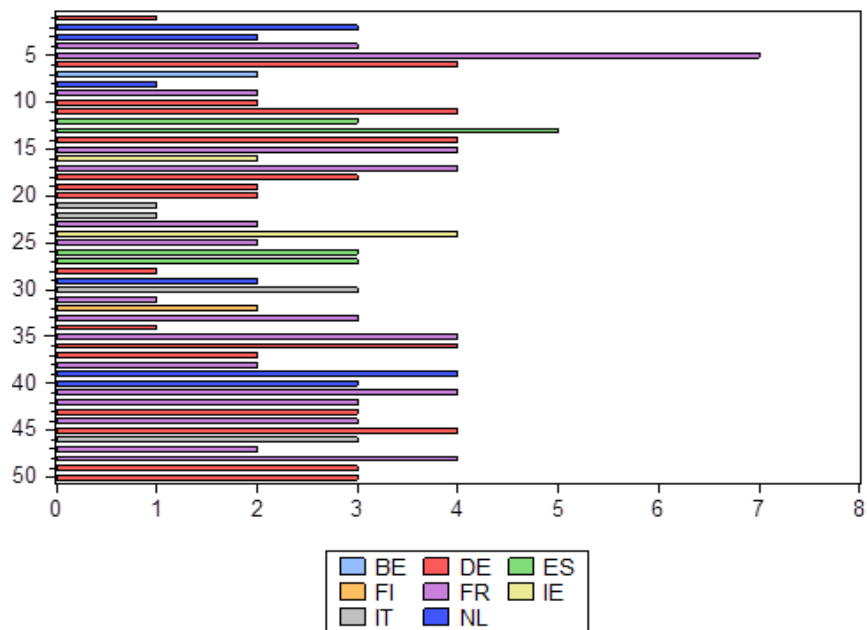
La Tabla 4.2 presenta estadísticas descriptivas del número de KAM localizados en los informes de auditoría de las 50 empresas incluidas en el estudio. El número promedio de KAM es 2,8, con una mediana de 3,0, lo que indica que la mayoría de las empresas incluyeron al menos 3 KAM en sus informes de auditoría. El número mínimo de KAM incluidos fue 1, mientras que el máximo fue 7. Además, la desviación estándar de 1,212183 indica que existe cierta variabilidad en la inclusión de KAM en los informes de auditoría.

Estos resultados sugieren que la inclusión de KAM es una práctica común en los informes de auditoría y que las empresas tienden a incluir múltiples KAM en sus informes, lo que es consistente con la normativa vigente de auditoría de cuentas, en concreto la ISA 701, que impulsa la transparencia y la divulgación de las KAM, proporcionando así a los usuarios de los informes financieros una visión más clara de

las áreas críticas de evaluación y juicio profesional por parte de los auditores. Además, la tabla 3 muestra la distribución de KAM por país, reportando la suma total de KAM por país y el número de empresas de cada país incluidas en el estudio. Se puede observar que Francia es el país con mayor número de KAM, con un total de 50 KAM en relación con 16 empresas, dando lugar a una ratio media de 3,125 KAM por empresa. Este dato refleja un empuje en las empresas francesas a proporcionar información detallada sobre determinados riesgos que las implican, posiblemente debido al tamaño y complejidad de sus empresas. Por otro lado, Bélgica y Finlandia tienen la cantidad más baja de KAM, con 2 KAM por 1 empresa cada uno, lo que da lugar a una ratio media de 2 KAM por empresa. Los demás países se sitúan en una posición intermedia, reflejando una variabilidad en la práctica de divulgación de KAM, que puede estar conectada con las diferencias en las normativas nacionales o la estructura de las industrias predominantes.

KAM	
Mean	2,800,000
Median	3,000000
Maximum	7,000000
Minimum	1,000000
Std. Dev.	1.212183
Observations	50

Tabla 4.2. Número de KAM en los informes de auditoría.



Descriptive Statistics for KAM
Categorized by values of
COUNTRY
Included observations: 50

COUNTR Y	Sum.	Obs.
BE	2,000000	1
DE	43.00000	16
ES	14.00000	4
FI	2,000000	1
FR	50.00000	16
IE	6,000000	2
IT	8,000000	4
NL	15.00000	6
All	140.0000	50

Tabla 4.3. Número de KAM en los informes de auditoría, por país

La Tabla 4.4 muestra la frecuencia de las KAM por sectores, suministrando una visión en detalle de cómo diferentes industrias del EUROSTOXX 50 abordan y reportan las cuestiones clave de auditoría. El sector con mayor número de KAM es el de bienes y servicios industriales, con un total de 25 KAM, en línea con la complejidad y diversidad de sus operaciones. A continuación, los bancos, que presentan 17 KAM, relacionado con la alta regulación y las complejas estructuras financieras y estimaciones contables que caracterizan a dicho sector. Ello podría entrar en contradicción con lo expuesto por Pinto & Morais (2019), que se pronuncian acerca de una asociación negativa entre bancos y el número de KAM divulgadas, probablemente por su supervisión y regulación, haciendo menos necesaria la revelación de la KAM en el informe de auditoría. El sector salud reporta 13 KAM, situándose en tercer lugar.

Por otro lado, hay sectores con menos KAM, como los servicios financieros, cuidado personal, farmacias y tiendas de comestibles, bienes raíces, comercio minorista, telecomunicaciones y viajes y ocio, lo que puede estar asociado a una menor complejidad operativa o un enfoque más normalizado en sus procesos contables y de auditoría.

En cuanto a las ratios de KAM por empresa, el sector con mayor ratio es el de automóviles y repuestos, con una media de 3,5 KAM por empresa, que puede estar relacionado con una mayor complejidad en de la cadena de suministro, la producción y las innovaciones tecnológicas constantes en dicha industria, lo que sin duda supone mayor riesgo y, en definitiva, mayor juicio profesional. Le sigue el sector bancos, con una media de 3,4 KAM por empresa, en línea con lo anteriormente pronunciado. Por otro lado, los sectores con menor ratio de KAM por empresa incluyen cuidado personal, farmacias y supermercados, inmobiliario, comercio minorista,

telecomunicaciones y viajes y ocio, dada una mayor simplicidad de las operaciones y menor carga de juicio en la contabilización.

Descriptive Statistics for KAM
Categorized by values of SECTOR
Included observations: 50

SECTOR	Sum.	Std. Dev.	Obs.
automobiles and parts	14.00000	0.577350	4
banks	17.00000	1.140175	5
chemicals	6.000000	1.000000	3
construction and materials	6.000000	1.414214	2
consumer products and services	11.00000	1.303840	5
energy	3.000000	0.707107	2
finance services	3.000000	NA	1
food, beverage and tobacco	8.000000	1.154701	3
healthcare	13.00000	0.957427	4
industrial goods and services	25.00000	1.718249	7
insurance	8.000000	1.154701	3
personal care, drug and grocery stores	2.000000	NA	1
real estate	3.000000	NA	1
retail	3.000000	NA	1
technology	8.000000	1.154701	4
telecommunications	2.000000	NA	1
travel and leisure	4.000000	NA	1
utilities	4.000000	1.414214	2
all	140.0000	1.212183	50

Tabla 4.4. Frecuencia de KAM por sector.

Es interesante observar la gran diversidad en los temas que las empresas consideran incluidos en las KAM (Tabla 4.5). Además de las KAM relacionadas con aspectos financieros, como provisiones (KAM_PROVISIONS) o ingresos (KAM_REV_NUE), las empresas también incluyen KAM relacionados con temas como litigios (KAM_LITIGATION), impuestos (KAM_TAXATION) o tecnologías de la información (KAM_IT). Esto sugiere que las empresas están prestando atención a una amplia gama de riesgos que podrían afectar su desempeño financiero. Sin embargo, también es importante señalar que algunas KAM tienen una frecuencia muy baja, lo que sugiere que las empresas pueden estar omitiendo ciertos temas relevantes

en sus informes, o bien se trata de elementos de los estados financieros sin una elevada carga de juicio e incertidumbre. Por ejemplo, las KAM relacionados con deudores (KAM_DEBTORS) y los relacionados con propiedades de inversión (KAM_INVEST_PROPERTY) tienen una frecuencia muy baja, aunque podrían tener un impacto importante en la gestión financiera de una empresa. Se muestra una lista de KAM reportados por las empresas, junto con la frecuencia con la que aparecen en los informes. El KAM más frecuente es el relacionado con el fondo de comercio (KAM_GOODWILL), que aparece 25 veces, dado estimaciones sobre su rentabilidad futura están sujetas a un amplio espectro de incertidumbre. En segundo lugar, nos encontramos con provisiones de pasivo, que aparecen 22 veces, dada la dificultad de estimar este desembolso futuro que, aunque probable, se encuentra también en un entorno de incertidumbre. El reconocimiento de ingresos aparece en dicha tabla en tercer lugar, con 19 veces, dada la suposición por parte de los auditores de reconocer un riesgo significativo en la contabilización de los ingresos en relación con el posible fraude. Como vemos en la tabla, se han clasificado hasta 28 posibles tipos de KAM dada la muestra, una importante variedad que abarca no solo los aspectos contables y riesgos más tradicionales (por ejemplo, el fondo de comercio), sino también otros riesgos potenciales que podrían influir en su posición financiera y operativa (por ejemplo, tecnologías de la información).

	Sum	Std. Dev.
KAM_GOODWILL	25	0.505076
KAM_PROVISIONS	22	0.501427
KAM_REV_NUE	19	0.490314
KAM_INVESTMENTS	12	0.431419
KAM_FIN_INSTRUM	8	0.370328
KAM_OTHER_KAMS	8	0.370328
KAM_LITIGATION	7	0.350510
KAM_TAXATION	7	0.350510
KAM_IT	6	0.328261
KAM_IMPAIR_NON_CURRENT	5	0.303046
KAM_INVENTORY	4	0.274048

KAM_DERIVATIVES	3	0.239898
KAM_PENSIONS	3	0.239898
KAM_PPE	3	0.239898
KAM_DEBTORS	2	0.197949
KAM_OTHER_LIAB_INS	2	0.197949
KAM_ASSET_HELD_SALE	1	0.141421
KAM_BORROWINGS	1	0.141421
KAM_FIN_ST_PRESENT	1	0.141421
KAM_OTHER_LIAB_OTHER	1	0.141421
KAM_EXCEPTIONALS	0	0.000000
KAM_EXPENSES	0	0.000000
KAM_GOING_CONCERN	0	0.000000
KAM_INVEST_PROPERTY	0	0.000000
KAM_MANAG_OVERR	0	0.000000
KAM_SHARE_BS_PAY	0	0.000000
140		

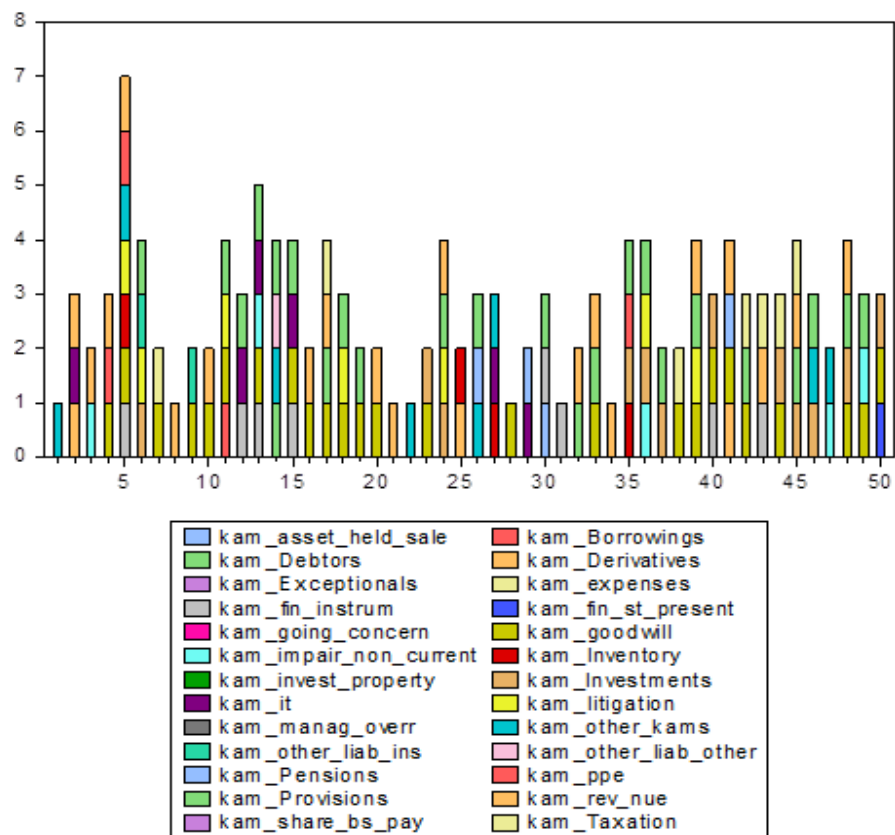


Tabla 4.5 Diversidad de KAM reportadas.

En el análisis de regresión lineal mostrado en la Tabla 4.6, se puede apreciar que la variable dependiente, KAM_WEIGHT_WORDS, que mide la importancia relativa de las KAM en el contenido del informe de auditoría, considerando el número de palabras, ha sido objeto de un estudio detallado. Se ha tomado en consideración una variedad de variables independientes que buscan representar las distintas opciones asociadas a la firma auditora que sean *Big Four* u otras, tales como AUDIT_DELOITTE, AUDIT_EY, AUDIT_KPMG, AUDIT_PWC y AUDIT_OTHER_AUDIT. Los resultados obtenidos a partir de este análisis sugieren de manera concluyente que las auditorías realizadas por Deloitte, EY y PwC muestran una conexión estadísticamente significativa con una mayor importancia relativa de las KAM en el texto del informe de auditoría, alcanzando un nivel de significancia del 5%. Por otro lado, en relación con las otras firmas y a su vez variables independientes, se infiere que no presentan una asociación estadísticamente significativa con la relevancia de las KAM.

Dependent Variable: KAM_WEIGHT_WORDS

Method: Least Squares

Sample: 1 50

Included observations: 50

Variable	coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	0.238497	0.059221	4.027279	0.0002
AUDIT_DELOITTE	0.119276*	0.051290	2.325526	0.0247
AUDIT_EY	0.175432*	0.054649	3.210191	0.0025
AUDIT_KPMG	0.066364	0.061015	1.087676	0.2827
AUDIT_PWC	0.112165*	0.054765	2.048114	0.0465
AUDIT_OTHER_AUDIT	0.058034	0.049489	1.172683	0.2472
R-squared	0.277452			
Prob(F-statistic)	0.011407			

*Significant at p<0.05

Tabla 4.6. KAMs respecto del tipo de auditor.

Las tablas 4.7a y 4.7b presentan un análisis detallado sobre las posibles relaciones entre la presencia de KAM y los perfiles financieros de las empresas. Se identifica una relación positiva con el tamaño del negocio, medido a través de los activos totales de cada empresa, mientras que se observa una relación inversa con la rentabilidad, expresada como la rentabilidad sobre los activos. Estas averiguaciones sugieren que las compañías de mayor tamaño podrían conllevar un mayor riesgo en sus estados financieros, mientras que las empresas más rentables son menos complejas en cuanto a la realización de su trabajo de auditoría, al manifestarse menos KAM en el informe de auditoría.

Dependent Variable: KAM Method: Least Squares Included observations: 50				
Variable	Coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	0.089597	0.008247	10.86473	0.0000
FIN_TOTALASSETS	2.72E-08	1.29E-08	2.105862	0.0406
AUDIT_EY	0.035555	0.013326	2.667996	0.0104
R-squared	0.184124			
Prob(F-statistic)	0.008378			

Table 4.7a. Relación entre perfil financiero, firma de auditoría y KAM.

Dependent Variable: KAM Method: Least Squares Included observations: 50				
Variable	Coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	0.131629	0.009903	13.29177	0.0000
AUDIT_KPMG	-0.032718	0.013279	-2.463893	0.0175
FIN_ROA	-0.210284	0.100620	-2.089890	0.0421
R-squared	0.183060			
Prob(F-statistic)	0.008639			

Table 4.7b. Relación entre perfil financiero, firma de auditoría y KAM.

Por otro lado, las Tablas 4.8 y 4.9 arrojan luz sobre la existencia de ciertos sectores y países europeos que podrían estar ciertamente asociados con la presencia de KAM en los informes de auditoría de las empresas correspondientes. Específicamente, se destaca que, dentro del EUROSTOXX 50, las empresas españolas y francesas, así como aquellas pertenecientes a los sectores de bienes y servicios industriales, y de automóviles y recambios, son las más propensas a incorporar KAM en los informes de auditoría.

Dependent Variable: KAM
Method: Least Squares
Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	0.117678	0.009480	12.41281	0.0000
FIN_ROA	0.225732	0.102563	-2.200902	0.0327
X1_IND	0.036954	0.017876	2.067237	0.0442
R-squared	0.154424			
Prob(F-statistic)	0.019413			

Table 4.8. Relationship between profitability, sector and KAM.

Dependent Variable: KAM
Method: Least Squares
Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	2.223782	0.229103	9.706453	0.0000
X2_FR	0.705202	0.353343	1.995803	0.0520
X2_ES	1.276218	0.600873	2.123938	0.0392
X1_AUTO	1.276218	0.600873	2.123938	0.0392
X1_IND	1.045417	0.460426	2.270544	0.0280
R-squared	0.228599			
Prob(F-statistic)	0.017874			

Table 4.9. Relationship between country, sector and KAM

En la Tabla 4.10 se presenta un resumen estadístico en detalle sobre el retraso en las auditorías de las empresas Euro Stoxx 50 que fueron objeto de análisis, que nos ayuda a evaluar la puntualidad y eficiencia en las auditorías. El retraso en la auditoría se define como el lapso que transcurre desde el cierre del ejercicio fiscal hasta la emisión del informe de auditoría de las cuentas anuales de una empresa. Según los datos reunidos, se observa que el retraso promedio en las auditorías de las empresas analizadas es de 61,98 días, siendo la mediana de 61 días y presentando una desviación estándar de 15,16 días. Asimismo, se destaca que el retraso más corto registrado fue de 33 días, mientras que el más prolongado alcanzó los 104 días.

AUDIT_DELAY	
Mean	61.98000
Median	61.00000
Maximum	104.0000
Minimum	33.00000
Std. Dev.	15.15833
Observations	50

Tabla 4.10. Aproximación al retraso de auditoría.

Las Tablas 4.11 y 4.12 proporcionan un análisis descriptivo en detalle acerca del retraso en las auditorías en función del país y del sector al que pertenecen las empresas integrantes del Euro Stoxx 50. En la Tabla 4.11, se destaca que Finlandia sobresale como el país con el menor promedio de retraso en las auditorías, mostrando una cifra de tan solo 33 días, lo que apunta una eficiencia considerable en sus procesos de auditoría. Por otro lado, Italia prevalece por presentar el promedio más extendido de retraso en la ejecución de auditorías, alcanzando una cifra de 84,75 días, lo que puede indicar posibles espacios de mejora en su gestión temporal. En cuanto a la Tabla 4.12a, se observa que el sector *retail* exhibe un bajo promedio de retraso en las auditorías, con un tiempo estimado de 44 días, lo que apunta a una mayor agilidad en la emisión de informes de auditoría dentro de este sector. Inversamente, el sector energía se destaca por presentar el mayor promedio de retraso, llegando a alcanzar los 86,5 días en promedio.

Descriptive Statistics for
AUDIT__DELAY
Categorized by values of
COUNTRY
Included observations: 50

COUNTR Y	mean	sum.	Obs.
BE	54.00000	54.00000	1
DE	59.31250	949.0000	16
ES	49.50000	198.0000	4
FI	33.00000	33.00000	1
FR	64.31250	1029,000	16
IE	67.00000	134.0000	2
IT	84.75000	339.0000	4
NL	60.50000	363.0000	6
All	61.98000	3099,000	50

Tabla 4.11. Aproximación al retraso de auditoría, por país.

Descriptive Statistics for AUDIT__DELAY
Categorized by values of SECTOR
Sample: 1 50
Included observations: 50

SECTOR	mean	sum.	Obs.
automobiles and parts	65.75000	263.0000	4
banks	63.80000	319.0000	5
chemicals	58.33333	175.0000	3
construction and materials	49.50000	99.00000	2
consumer products and services	54.60000	273.0000	5
energy	86.50000	173.0000	2
finance services	61.00000	61.00000	1
food, beverage and tobacco	68.33333	205.0000	3
healthcare	57.00000	228.0000	4
industrial goods and services	58.71429	411.0000	7
insurance	66.00000	198.0000	3
personal care, drug and grocery stores	60.00000	60.00000	1
real estate	75.00000	75.00000	1
retail	44.00000	44.00000	1
technology	59.00000	236.0000	4
telecommunications	46.00000	46.00000	1
travel and leisure	73.00000	73.00000	1
utilities	80.00000	160.0000	2
all	61.98000	3099,000	50

Tabla 4.12a. Aproximación al retraso de auditoría, por sector.

Por último, la regresión múltiple expuesta en la Tabla 4.12b explora los factores explicativos en el retraso de las auditorías. Se constata que tanto el número de KAM abordados en un informe como la rentabilidad, expresada a través del rendimiento sobre los activos, ejercen una influencia negativa en el retraso de las auditorías. Por otro lado, se identifica que el sector financiero ejerce una influencia positiva en el tiempo de retraso de las auditorías, indicando posibles particularidades específicas en este sector, como es su complejidad. Estos hallazgos expresan la variabilidad y

complejidad de esta cuestión, así como su sensibilidad a las características tanto a nivel nacional como sectorial.

Dependent Variable: AUDIT__DELAY
Method: Least Squares
Included observations: 50

Variable	coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C.	74.59825	6.188698	12.05395	0.0000
KAM_NUM_KAM	-3.591914	1.717903	-2.090872	0.0421
FIN_ROA	-74.55520	34.58636	-2.155624	0.0364
FIN_INVESTMENT	2.891091	1.135630	2.545803	0.0143
R-squared	0.202832			
Prob(F-statistic)	0.014506			

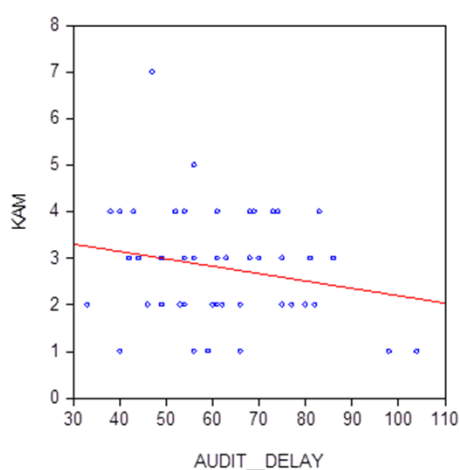


Tabla 4.12b. Análisis del retraso de auditoría vs. factores explicativos.

La evolución de las nuevas regulaciones financieras a nivel global, junto con la complejidad creciente de las operaciones empresariales, ha concebido la incorporación de elementos nuevos en los informes anuales, que buscan narrar con mayor precisión la conducta de la compañía y la acción posterior de los auditores, reflejando de manera más completa el panorama actual del mundo empresarial. En este contexto cambiante, las KAM surgen como un recurso principal para los auditores

independientes, ofreciendo la oportunidad de enfocarse en los riesgos significativos que afectan a la empresa y de comunicar estos aspectos de forma efectiva y clara a los usuarios de los informes.

Además, las KAM representan una herramienta invaluable para los usuarios de los informes, ya que ofrecen una visión más profunda de los desafíos y riesgos que enfrenta el negocio. Esto les permite a los interesados tomar decisiones más fundamentadas y con un mayor grado de información, promoviendo una gestión más estratégica y eficiente, por ejemplo, en el caso de los inversores a la hora proporcionar su financiación.

El presente estudio realiza una contribución significativa al campo de la información financiera corporativa al analizar de cerca la presencia de las KAM en los informes de auditoría de las empresas que conforman el índice EURO STOXX 50. Asimismo, se explora la interrelación entre las KAM y diferentes características empresariales, tales como su sector industrial, país de origen y aspectos financieros específicos. Además, se profundiza en la posible relación entre las KAM y la puntualidad en la divulgación de información en el informe de auditoría, aspecto que puede tener implicaciones cruciales en las decisiones tomadas por los usuarios de los informes financieros.

Valorar estos resultados empíricos ayuda a desvelar una realidad sumamente intrincada y llena de matices. Se aprecia que ciertos países, como España y Francia, determinadas firmas de auditoría, mayormente pertenecientes a las *Big Four*, y ciertos aspectos del perfil financiero, como el tamaño de la compañía, irrumpen como actores clave en la manifestación y complejidad de las KAM presentes en los informes de auditoría emitidos. Este examen sugiere la posibilidad de abordar los procesos de auditoría de una forma más eficaz, intensificando la significatividad de la información

proporcionada y disminuyendo cualquier potencial demora que pueda surgir en la aplicación de los procedimientos de auditoría. Sin embargo, es capital desentrañar estos primeros resultados con prudencia y considerarlos como una realidad inicial que podría beneficiarse de un análisis continuo de tipo longitudinal.

Son necesarias investigaciones futuras para abordar las limitaciones identificadas en este estudio. Por ejemplo, se obvió la influencia que la experiencia del comité de auditoría de las empresas podría ejercer sobre los auditores y sus determinaciones en cuanto a la presentación de informes. Investigaciones recientes resaltan de qué manera los ajustes en la composición del comité de auditoría y la destreza en sectores específicos pueden incidir significativamente en la posterior aceptación por parte de los auditores de temas relevantes previos como nuevos KAM (Zhang y Shailer, 2021). Tales análisis podrían auxiliar a los entes reguladores a entender de forma más íntegra los criterios que emplean los auditores para decidir qué KAM revelar en sus informes. Este estudio provee una información valiosa sobre la actualidad de las KAM y su relevancia en el contexto del proceso de digitalización en la Unión Europea. Proporciona un punto de partida empírico para investigaciones futuras longitudinales que pretendan valorar la evolución de estos fenómenos y profundizar en su impacto en el ámbito de la auditoría de cuentas, conduciendo así hacia un entendimiento más exhaustivo y evolucionado de estos aspectos clave en el ámbito de la rendición de cuentas empresarial.

CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

La presente tesis doctoral se encuadra en un momento de especial interés por la entrada en vigor en la Unión Europea de un nuevo marco normativo que afecta tanto al contenido de la información corporativa como al formato en que debe ser elaborada, con especial énfasis en la sostenibilidad y, en su seno, la información sobre riesgos financieros y no financieros. Este estudio representa un esfuerzo de análisis empírico que busca entender la divulgación de información corporativa sobre riesgos, con especial foco en el contexto de las empresas incluidas en el índice EURO STOXX 50.

Esta muestra, que se ha mantenido a lo largo de los diferentes estudios que componen la tesis, se considera de especial interés y representatividad por el liderazgo y efecto tractor que pueden tener sobre competidores, proveedores, y su gran alcance económico y social en Europa. Primero, estas empresas representan un conjunto pionero y de gran influencia en la economía europea, lo que garantiza que los hallazgos del estudio sean aplicables a un segmento significativo del mercado; segundo, su inclusión en este índice indica un alto nivel de capitalización bursátil y estabilidad financiera, lo cual proporciona una base sólida para analizar prácticas avanzadas de divulgación de riesgos; tercero, la diversidad sectorial y geográfica de estas empresas permite un análisis comparativo enriquecedor entre diferentes industrias y países, proporcionando una visión global de las prácticas de divulgación; cuarto, estas empresas están sometidas a estrictos marcos regulatorios y normativos, además de las ESRS y el ESEF, lo que las convierte en casos de estudio ideales para evaluar el impacto de nuevas regulaciones en la transparencia y la calidad de la información divulgada y su interacción con estándares nacionales y/o sectoriales preexistentes; y finalmente, dado su rol de liderazgo en sostenibilidad y responsabilidad corporativa, el análisis de sus prácticas puede ofrecer valiosos

indicios y establecer conductas que otras compañías puedan seguir, promoviendo así una mayor transparencia y eficiencia en la divulgación de información sobre riesgos a nivel europeo y global.

A través de un enfoque que combina elementos teóricos y empíricos, se han identificado patrones significativos y se han delineado diversas consideraciones que podrían guiar tanto la práctica empresarial como la investigación académica futura. Se ha evidenciado que la divulgación de riesgos corporativos varía sensiblemente según el sector económico, el país de operación y las características financieras de las empresas estudiadas. Esta variabilidad subraya la importancia de considerar el contexto específico al evaluar las prácticas de divulgación.

La implementación de marcos regulatorios como las *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) y el *European Single Electronic Format* (ESEF) ha contribuido a mejorar la transparencia y comparabilidad de la información divulgada. Sin embargo, persisten desafíos en términos de cumplimiento y calidad de la divulgación. Y como no puede haber divulgación plena sin un adecuado nivel de verificación que garantice la credibilidad de la información que se publica, ha sido necesario también poner el foco en aspectos propios de la auditoría. Es aquí donde las KAM han emergido como un instrumento esencial para los auditores independientes, facilitando una comunicación más clara y detallada de los riesgos significativos que enfrentan las empresas. Esto proporciona a los *stakeholders* una visión más profunda y fundamentada de los desafíos operativos y estratégicos de cada organización.

La digitalización de los informes financieros mediante el uso de XBRL está revolucionando la manera en que se reporta la información corporativa. Este avance tecnológico promueve la accesibilidad y la eficiencia en el procesamiento de datos, aunque requiere una continua exploración de su impacto en la precisión y utilidad de

la información divulgada. Las teorías como la de la agencia, la legitimación, las señales, los costos de los propietarios y los grupos de interés han proporcionado un sustrato conceptual fundamental para comprender las motivaciones detrás de la divulgación de riesgos corporativos. Estos enfoques teóricos han sido cruciales para contextualizar las prácticas observadas y formular hipótesis sobre su aplicabilidad en diferentes contextos empresariales.

Sin embargo, a pesar de los avances, persisten desafíos significativos en la divulgación de riesgos, incluyendo la heterogeneidad en la calidad y profundidad de la información divulgada. Abordarlos en la presente tesis no ha sido posible, y constituyen, por tanto, sus limitaciones al alcance y al mismo tiempo aberturas hacia nuevas líneas de investigación. En efecto, esa heterogeneidad en la información divulgada puede dificultar la comparabilidad entre empresas y sectores, así como la evaluación precisa del desempeño en términos de transparencia y responsabilidad corporativa.

Es crucial investigar cómo la implementación continuada de las ESRS y el ESEF podría transformar la rendición de cuentas empresarial en el futuro, influyendo en la toma de decisiones de los *stakeholders* y en la estabilidad financiera a largo plazo. La exploración de tecnologías emergentes como la inteligencia artificial y *blockchain* podría abrir nuevas oportunidades para mejorar la precisión y la automatización de la divulgación de riesgos. Estos desarrollos podrían revolucionar aún más la forma en que se gestiona y comunica la información corporativa. Por otro lado, investigar las diferencias y similitudes en las prácticas de divulgación de riesgos entre diferentes jurisdicciones y sectores permitirá identificar mejores prácticas y facilitar la armonización de estándares a nivel global. La influencia de los *stakeholders* y la estructura de gobernanza corporativa en las decisiones de divulgación de riesgos es también un área prometedora para futuras investigaciones. Comprender cómo estas

interacciones afectan la transparencia y la responsabilidad corporativa puede proporcionar indicios valiosos para fortalecer la confianza del mercado y la sostenibilidad empresarial.

Es necesario en este punto señalar algunas limitaciones concretas de los estudios empíricos realizados. En primer lugar, la ya mencionada heterogeneidad en la calidad y profundidad de la divulgación de riesgos entre las empresas estudiadas dificulta las comparaciones directas y la evaluación precisa del cumplimiento regulatorio. En segundo lugar, la complejidad técnica y la interpretación variable de los nuevos estándares regulatorios como las ESRS y el ESEF presentan desafíos significativos, especialmente para empresas con recursos limitados. Y también para los académicos que nos aproximamos a estos nuevos marcos todavía emergentes. Es fundamental mejorar los mecanismos de validación y verificación de la información divulgada, incluyendo las KAM y otros elementos críticos de los informes financieros, para garantizar su exactitud y utilidad, en un contexto donde las KAM difieren bastante en sus definiciones de una jurisdicción a otra. Además, la exploración de informes corporativos choca con la consabida dificultad de sesgos que pudieran darse a la hora de examinar la información y compararla con los requisitos de los estándares. El uso de variables de tipo dicotómico, y la utilización de herramientas estadísticas consolidadas como los modelos de regresión múltiple pueden aliviar en parte la subjetividad que puede subyacer a este tipo de estudios empíricos. El marco espacial y temporal de las muestras seleccionadas es único y relevante por el momento histórico ya reseñado, pero deberá ser completado más adelante con estudios longitudinales más sofisticados, y con muestras más amplias.

Resulta también necesario explicitar algunas futuras líneas de investigación que emergen tras la presente tesis doctoral:

- Investigar cómo la implementación continua de las ESRS y el ESEF influirá en la rendición de cuentas empresarial a largo plazo, incluyendo su impacto en la toma de decisiones de los *stakeholders* y la estabilidad financiera. Desarrollar herramientas y métricas específicas para evaluar la efectividad y el impacto de la divulgación de riesgos en la toma de decisiones empresariales y en la percepción del mercado. Investigar cómo la divulgación de riesgos afecta la percepción del mercado sobre la credibilidad y sostenibilidad de las empresas, y cómo esta percepción influye en la valoración y financiación de las mismas.
- Realizar análisis detallados sobre cómo las empresas de diferentes sectores y países están adoptando y adaptando las prácticas de divulgación de riesgos bajo los nuevos marcos regulatorios.
- Explorar cómo tecnologías como la inteligencia artificial, *blockchain* y el análisis de *big data* podrían transformar la precisión y eficiencia de la divulgación de riesgos en el futuro.
- Realizar estudios comparativos entre diferentes jurisdicciones para entender las mejores prácticas en la divulgación de riesgos y facilitar la armonización global de estándares.
- Investigar cómo los *stakeholders* y la estructura de gobernanza corporativa influyen en las decisiones de divulgación de riesgos, y cómo estas interacciones pueden fortalecer la transparencia y la responsabilidad corporativa.
- Promover la educación y capacitación continua en materia de divulgación de riesgos entre los profesionales financieros y de auditoría para mejorar la calidad y consistencia de los informes financieros. Esto conlleva una reflexión paralela entre investigación y docencia universitaria. Profundizar en cómo las empresas están adaptándose a cambios regulatorios y tecnológicos en tiempo real,

identificando barreras y facilitadores para una implementación efectiva y eficiente de nuevas normativas.

La tesis, en suma, ha proporcionado una visión detallada y crítica sobre la divulgación de información sobre riesgos corporativos en un entorno empresarial cada vez más regulado y digitalizado, en el contexto específico europeo. Las conclusiones destacan la necesidad de abordar los desafíos existentes y explorar nuevas oportunidades para fortalecer la transparencia, la responsabilidad corporativa y la gestión de riesgos en un contexto globalizado y dinámico. Estas líneas de investigación delinean un camino prometedor para futuros estudios que contribuyan al avance del conocimiento y la práctica en este campo vital para la sostenibilidad y la confianza en las empresas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abdullah, A., Khadaroo, I., & Shaikh, J. M. (2008). A'macro'analysis of the use of XBRL. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 1(2), 213-223.

Abdullatif, M., & Al-Rahahleh, A. S. (2020). Applying a new audit regulation: Reporting Key Audit Matters in Jordan. *International Journal of Auditing*, 24, 268-291. <https://doi.org/10.1111/ijau.12192>

Abdullatif, M., Alzebdieh, R., & Ballour, S. (2023). The effect of key audit matters on the audit report lag: Evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/JFRA-07-2022-0245>

Abhayawansa, S., & Adams, C. (2021). Towards a conceptual framework for non-financial reporting inclusive of pandemic and climate risk reporting. *Meditari Accountancy Research*, 30(3), 710-738. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2020-1097>

Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *British Accounting Review*, 39, 227-248. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>

AECA. (2024). Ponencia de información integrada. <https://is.aeca.es/team/>

Ahmad, A., Muhammad, M., & Narullia, D. (2021). Corporate risk disclosure: The effect of corporate governance. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 5(1), 101-113. <https://doi.org/10.30871/jama.v5i1.2794>

Ahmad, H., Yaqub, M., & Lee, S. H. (2023). Environmental-, social-, and governance-related factors for business investment and sustainability: A scientometric review of global trends. *Environment, Development and Sustainability*, 1-23. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02921-x>

Akhigbe, A., & Martin, A. D. (2008). Influence of disclosure and governance on risk of US financial services firms following Sarbanes-Oxley. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2124-2135. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.037>

Allio, R. J. (2006). Strategic thinking: The ten big ideas. *Strategy & Leadership*, 34(4), 4-13. <https://doi.org/10.1108/10878570610676837>

Al-Shaer, H., Albitar, K., & Hussainey, K. (2022). Creating sustainability reports that matter: An investigation of factors behind the narratives. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(3), 738-763. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2021-0136>

American Institute of Certified Public Accountants. (1994). Improving Business Reporting - A Customer Focus. Meeting the Information Needs of Investors and Creditors. Report of the Special Committee on Financial Reporting, 4-8. Nueva York.

Amézaga Alonso, M. T. (2019). Presente y futuro de la divulgación de información sobre riesgos en las empresas cotizadas españolas. Tesis doctoral. Universidad del País Vasco.

Amran, A., Manaf Rosli Bin, A., & Che Haat Mohd Hassan, B. (2009). Risk reporting. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57.

<https://doi.org/10.1108/02686900910919893>

Asbahr, K., & Ruhnke, K. (2019). Real effects of reporting key audit matters on auditors' judgment and choice of action. *International Journal of Auditing*, 23, 165-180. <https://doi.org/10.1111/ijau.12154>

Baatwah, S. R. (2022). Key audit matters and big4 auditors in Oman: A quantile approach analysis. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0289>

Bank of International Settlements. (2022). Basel III: International regulatory framework for banks. Recuperado de <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=2572>

Bargeron, L. L., Lehn, K. M., & Zutter, C. J. (2010). Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 34-52.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.05.001>

Baumüller, J., & Sopp, K. (2022). Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: Review, outlook and implications. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 8-28. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>

Beatty, A., Cheng, L., & Zhang, H. (2019). Are risk factor disclosures still relevant? Evidence from market reactions to risk factor disclosures before and after the financial crisis. *Contemporary Accounting Research*, 36(2), 805-838.

<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12444>

Bédard, J., Gonthier-Besacier, N., & Schatt, A. (2014, January). Costs and benefits of reporting key audit matters in the audit report: The French experience. In *International Symposium on Audit Research* (Vol. 24).

Beerbaum, D. O. (2014). XBRL Taxonomy Design: Empirical Evidence from IFRS and US GAAP Filers. Available at SSRN 2385679.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.2385679>

Beerbaum, D. O., Piechocki, M., & Mindlin, V. (2019). The Annual Reports Becoming Digital-An Initial Field Analysis of the NYSE Listed IFRS-Filers. Available at SSRN 3336109. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3336109>

Beerbaum, D., & Piechocki, M. (2018). Can technology overcome information overload?-A literature review and comparative analysis of ESMA's consultation on the European Single Electronic Standard. *Social Science Research Network*.

Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.06.009>

Bernanke, B. (2004). *The great moderation*. Washington, DC.

Bonsón, E., & Escobar, T. (2004). La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(123), 1063-1101. <https://doi.org/10.1080/02102412.2004.10779539>

Bonsón, E., Cortijo, V., & Escobar, T. (2008). The role of XBRL in enhanced business reporting (EBR). *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 5(1), 161-173. <https://doi.org/10.2308/jeta.2008.5.1.161>

Bonsón, E., Cortijo, V., & Escobar, T. (2009). A Delphi investigation to explain the voluntary adoption of XBRL. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 9(1), 193-205. https://doi.org/10.4192/1577-8517-v9_7

Bonsón-Ponte, E., Escobar-Rodriguez, T., & Borrero-Domínguez, C. (2008). Empirical Analysis of Delays in the Signing of Audit Reports in Spain. *International Journal of Auditing*, 12(2), 129-140. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2008.00375.x>

Bowen, H. R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. New York: Harper & Row.

Braam, G. J. M., Uit De Weerd, L., Hauck, M., & Huijbregts, M. A. J. (2016). Determinants of corporate environmental reporting: The importance of environmental performance and assurance. *Journal of Cleaner Production*, 129, 724-734. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.03.039>

Brands, K., Holtzblatt, D. M. A., & Koskentalo, E. (2022). The European Union's ESEF iXBRL Mandate: Finland's Experience as an Early Adopter. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*. <https://doi.org/10.2308/JETA-2021-016>

Breijer, R., & Orij, R. P. (2022). The comparability of non-financial information: An exploration of the impact of the non-financial reporting directive (NFRD, 2014/95/EU). *Accounting in Europe*, 19(2), 332-361.

<https://doi.org/10.1080/17449480.2022.2065645>

Buallay, A. (2020). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(3), 431-445.

Cabedo Semper, J. D., & Tirado Beltrán, J. M. (2016). Cantidad y calidad de información de riesgos divulgada por las empresas españolas: Un análisis en periodos diferentes del ciclo económico. *Revista de Contabilidad*, 19(2), 261-270.

<https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2016.05.001>

Cabedo, J.D. y Tirado, J.M. (2004). The disclosure of risk in financial statements, *Accounting Forum*, 28, 181-200. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2003.10.002>

Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396-455. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9258-3>

Carmo, C., & Ribeiro, C. (2022). Mandatory non-financial information disclosure under European Directive 95/2014/EU: Evidence from Portuguese listed companies. *Sustainability*, 14(8), 4860. <https://doi.org/10.3390/su14084860>

Castilla Vida, A., Andreu Pinillos, A. y García Tejerina, I. (2021). Sostenibilidad: El Tsunami regulatorio que viene (I). EY.https://www.ey.com/es_es/rethinking-sustainability/sostenibilidad-tsunami-regulatorio

Cebolla, M. P. C. (2013). Determinantes y consecuencias económicas de la transparencia financiera: el caso particular de la responsabilidad social corporativa (tesis doctoral, Universidad Católica de Ávila).

Center for Audit Quality. (2020, diciembre). Critical Audit Matters: A Year in Review. Recuperado de <https://www.thecaq.org/wp-content/uploads/2020/12/caq-critical-audit-matters-year-in-review-2020-12.pdf>

Charles A. P. N. Carslaw & Steven E. Kaplan (1991) An Examination of Audit Delay: Further Evidence from New Zealand, *Accounting and Business Research*, 22(85), 21-32. <https://doi.org/10.1080/00014788.1991.9729414>

Chase Jr, C.W. (1997), "Selecting the appropriate forecasting method" *The Journal of business forecasting*, 16(3), 2-23.

Christensen, H. B.; Floyd. E.; Liu, L. Y. y Maffett, M. (2017). The real effects of mandated information on social responsibility in financial reports: Evidence from mine-safety records. *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 284-304. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.08.001>

Comisión Europea (2011). Comunicación de la Comisión: Acta del Mercado Único - Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza - Juntos por un nuevo crecimiento. adoptada el 13 de abril de 2011 (COM(2011)0206).

Comisión Europea (2017). Comunicación de la Comisión: Directrices sobre la presentación de informes no financieros (metodología para la presentación de información no financiera) (2017/C 215/01).

Comisión Europea (2019). Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima (2019/C 209/01).

Commission Interpretive Communication on the preparation, audit and publication of the financial statements included in the annual financial reports drawn up in

accordance with Commission Delegated Regulation (EU) 2019/815 on the European Single Electronic Format (ESEF).

Cong, Y., Hao, J., & Zou, L. (2014). The impact of XBRL reporting on market efficiency. *Journal of Information Systems*, 28(2), 181-207. <https://doi.org/10.2308/isys-50561>

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>

Consolidated text: Commission Delegated Regulation (EU) 2019/815 of 17 December 2018 supplementing Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the specification of a single electronic reporting format.

Coram, PJ, Wang, L. (2021), The effect of disclosing key audit matters and accounting standard precision on the audit expectation gap. *International Journal of Auditing*, 25, 270-282. <https://doi.org/10.1111/ijau.12203>

Cormier, D., Teller, P., & Dufour, D. (2022). The relevance of XBRL extensions for stock markets: Evidence from cross-listed firms in the US. *Managerial Finance*, 48(5), 689-705. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2021-0288>

Cortijo, V. (2007). Impacto de la Ley Sarbanes-Oxley en la regulación del sistema financiero español. *Boletín Económico de ICE*, (2907).

COSO (2024). Enterprise Risk Management - Integrated Framework. <https://www.coso.org/>

Crovini, C., Schaper, S. and Simoni, L. (2022), "Dynamic accountability and the role of risk reporting during a global pandemic", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(1), 169-185. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2020-4793>

Dalwai, T., Habib, A.M., Mohammadi, S.S. and Hussainey, K. (2023), Does managerial ability and auditor report readability affect corporate liquidity and cost of debt? *Asian Review of Accounting*, ahead-of-print.

<https://doi.org/10.1108/ARA-06-2022-0151>

De Cristofaro, T., & Gulluscio, C. (2023). In Search of Double Materiality in Non-Financial Reports: First Empirical Evidence. *Sustainability*, 15(2), 924.

<https://doi.org/10.3390/su15020924>

Deloitte (2017). Managing Non-Financial Risk (NFR) in 2017 and beyond.

Disponible en: <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/the-state-of-non-financial-risks.html>

Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), 120-157.

<https://doi.org/10.1177/0021943607313992>

Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. and Yang, Y.G. (2012), "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure", *The accounting review*, 87(3), 723-759.

<https://doi.org/10.2308/accr-10218>

Di Fabio, C., Roncagliolo, E., Avallone, F., & Ramassa, P. (2019). XBRL implementation in the European Union: Exploring preparers' points of view. In C. Rossignoli, G. D'Atri, A. Martinez, & H. C. Mayr (Eds.), *Organizing for the Digital World: IT for Individuals, Communities and Societies* (pp. 33-47). Springer International Publishing.

Dincer, B., Keskin, A. İ., & Dincer, C. (2023). Nexus between Sustainability Reporting and Firm Performance: Considering Industry Groups, Accounting, and Market Measures. *Sustainability*, 15(7), 5849. <https://doi.org/10.3390/su15075849>

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.

Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting-A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-206. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.04.005>

Dombalagian, O. H. (2015). *Chasing the Tape: Information Law and Policy in Capital Markets*. MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262028622.001.0001>

Drake, KD , Goldman, NC , Lusch, SJ and Schmidt, JJ, (2021) Does the Initial Disclosure of Tax-related Critical Audit Matters Constrain Tax-related Earnings Management? Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3606701>

Drake, M.S., Roulstone, D.T. Thornock, J.R. (2016), "The usefulness of historical accounting reports" *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 448-464. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.12.001>

Du, H., Vasarhelyi, M. A., & Zheng, X. (2013). XBRL mandate: Thousands of filing errors and so what? *Journal of Information Systems*, 27(1), 61-78. <https://doi.org/10.2308/isis-50399>

Dumay, J. & Hossain, M.A. (2019), "Sustainability risk disclosure practices of listed companies in Australia", *Australian Accounting Review*, 29(2), 343-359. <https://doi.org/10.1111/auar.12240>

Đurović, M., Rep, A., & Dečman, N. (2021). TOWARDS FULL DIGITIZATION OF THE FINANCIAL REPORTING-OVERVIEW OF THE FINANCIAL REPORTING LANGUAGES. In Proceedings of FEB Zagreb International Odyssey Conference on Economics and Business (Vol. 3, No. 1, pp. 55-70). University of Zagreb, Faculty of Economics and Business.

EFRAG (2024) European sustainability reporting standards (ESRS).
<https://www.efrag.org/lab6>

EFRAG and GRI. (2023, September 4). EFRAG and GRI publish joint statement on interoperability. Retrieved from <https://www.efrag.org/efrag-and-gri-publish-joint-statement-on-interoperability/>

Eghlaïow, S., Wickremasinghe, G., & Sofocleous, S. (2012). A review of the empirical determinants of audit delay. *Corporate ownership and Control*, 9(2), 511-514. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2c5art5>

EIOPA (2022), "Solvency II", available at:
https://www.eiopa.europa.eu/browse/solvency-2_en

Elayan, F. A., Li, J., Liu, Z. F., Meyer, T. O., & Felton, S. (2016). Changes in the covalence ethical quote, financial performance and financial reporting quality. *Journal of Business Ethics*, 134, 369-395. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2437-8>

Elmarzouky, M., Hussainey, K., Abdelfattah, T., & Karim, AE (2022). Corporate risk disclosure and key audit matters: the egocentric theory. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(2), 230-251. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2021-0213>

Elshandidy, T., Shrives, P.J., Bamber, M. & Abraham, S. (2018), "Risk reporting: A review of the literature and implications for future research, *Journal of Accounting Literature*, 40(1), 54-82. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2017.12.001>

Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133-147. <https://doi.org/10.1108/15265941211203189>

EMAS reporting: an analysis of organisational value compatibility", *Scientific Annals of Economics and Business*, 65(4), 497-514. <https://doi.org/10.2478/saeb-2018-0025>

ESMA (2020), "Electronic Reporting", available at: <https://www.esma.europa.eu/.EU>
Commission (2020), "Corporate sustainability reporting", available at:
https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en

ESMA (2024) European Single Electronic Format (ESEF)
<https://www.esma.europa.eu/issuer-disclosure/electronic-reporting>

European Parliament (2022). Sustainable economy: Parliament adopts new reporting rules for multinationals. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20221107IPR49611/sustainable-economy-parliament-adopts-new-reporting-rules-for-multinationals>

European Parliament (2023). European Single Access Point In "An Economy that Works for People". Disponible en <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-european-single-access-point>

European Securities and Markets Authority (2022). ESEF Reporting Manual. Preparation of Annual Financial Reports in ESEF format. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-60-254_esef_reporting_manual.pdf

External Reporting Board & Financial Markets Authority. (2017, noviembre). Key audit matters. A stock taken from the first year in New Zealand. Recuperado de <https://www.fma.govt.nz/assets/Reports/171129-XRB-FMA-Key-audit-matters-a-stock-take-of-the-first-year-in-NZ2.pdf>

Ferrara, L. and Sheng, X.S. (2022), "Guest editorial: Economic forecasting in times of COVID-19", *International Journal of Forecasting*, 38(2), 527-528. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2021.12.006>

Fiechter, P., Hitz, J. M., & Lehmann, N. (2022). Real effects of a widespread CSR reporting mandate: Evidence from the European Union's CSR Directive. *Journal of Accounting Research*, 60(4), 1499-1549. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12424>

Fijałkowska, J., & Hadro, D. (2022). Risk information in non-financial disclosure. *Risks*, 10(1), 11. <https://doi.org/10.3390/risks10010011>

Financial Reporting Council. (2016). Extended auditor's reports: A further review of experience. Recuperado de:
https://media.frc.org.uk/documents/Extended_auditors_reports_A_further_review_of_experience.pdf

Flores-Muñoz, F., Valentinetti, D., Rodríguez, M. M., & Nieto, Á. M. (2018). The role of XBRL on EMAS reporting: An analysis of organisational values compatibility. *Scientific Annals of Economics and Business*, 65(4), 497-514.

<https://doi.org/10.2478/saeb-2018-0025>

Fradeani, A. (2022). The Potential Contribution of XBRL. In A. Fradeani (Ed.), *Non-financial Disclosure and Integrated Reporting* (pp. 297-305). Springer, Cham.

https://doi.org/10.1007/978-3-030-90355-8_16

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Publishing.

Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder theory. *Journal of Management Studies*, 39(1), 1-21.

Freeman, R. E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.

<https://doi.org/10.1017/CBO9780511815768>

Frias-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., & Garcia-Sánchez, I. M. (2014). Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting. *Business Strategy and the Environment*, 23(1), 56-72. <https://doi.org/10.1002/bse.1765>

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 33, 122-126.

Gallén, M. L., & Peraita, C. (2018). The effects of national culture on corporate social responsibility disclosure: A cross-country comparison. *Applied Economics*, 50(27), 2967-2979. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1423054>

Garcia-Benau, M. A., Sierra-Garcia, L., & Gambetta, N. (2019). Key Audit Issues in Spain: Characteristics and impact on audit quality. *Accounting and Auditing Institute (ICAC)*.

García-Olmedo Domínguez, R. (1999). El Informe Jenkins: Una nueva orientación en la información contable. *Boletín AECA*, N° 49, Abril-Julio, 28-32.

Gold, A., & Heilmann, M. (2019). The consequences of disclosing key audit matters (KAMs): A review of the academic literature. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 93(1/2), 5-14. <https://doi.org/10.5117/mab.93.29496>

Gold, A., Heilmann, M., Pott, C., & Rematzki, J. (2020). Do key audit matters impact financial reporting behavior? *International Journal of Auditing*, 24, 232-244. <https://doi.org/10.1111/ijau.12190>

Gonidakis, F. K., Koutoupis, A. G., Tsamis, A. D., & Agoraki, M. E. K. (2020). Risk disclosure in listed Greek companies: The effects of the financial crisis. *Accounting Research Journal*, 33(4/5), 615-633. <https://doi.org/10.1108/ARJ-03-2020-0050>

Grassa, R., Moumen, N., & Hussainey, K. (2021). Do ownership structures affect risk disclosure in Islamic banks? International evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(3), 369-391. <https://doi.org/10.1108/JFRA-02-2020-0036>

Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature & a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8, 47-77. <https://doi.org/10.1108/09513579510146996>

GRI. (2022). GRI Standards Glossary. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/pdf.ashx?id=12732>

GRI. (2024). The global standards for sustainability impacts. Retrieved from <https://www.globalreporting.org/standards/>

Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(2), 5-31. <https://doi.org/10.1177/000765039703600102>

Gujarati, D. N. (2021). *Essentials of econometrics*. Sage Publications.

Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate social reporting: A rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19(76), 343-352. <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728863>

Guthrie, J., Manes Rossi, F., Orelli, R. L., & Nicolò, G. (2020). Investigating risk disclosures in Italian integrated reports. *Meditari Accountancy Research*, 28(6), 1149-1178. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-10-2019-0596>

Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). Legitimizing negative aspects in GRI-oriented sustainability reporting: A qualitative analysis of corporate disclosure strategies. *Journal of Business Ethics*, 123(3), 401-420. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1801-4>

Heinle, M. S., & Smith, K. C. (2017). A theory of risk disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22(4), 1459-1491. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9414-2>

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 and Governance*, 9, 78-99.
<https://doi.org/10.1057/jdg.2011.22>

Hodder, L., Koonce, L., & McAnally, M. L. (2001). SEC market risk disclosures: Implications for judgment and decision making. *Accounting Horizons*, 15(1), 49-70.
<https://doi.org/10.2308/acch.2001.15.1.49>

Honkamäki, T., Mättö, M., & Teittinen, H. (2022). The homogeneity of BIG4 audit reports after the implementation of key audit matters in the context of fair value accounting. *International Journal of Auditing*, 26(3), 354-370.
<https://doi.org/10.1111/ijau.12285>

IAASB. (2009). International Standard on Auditing (ISA) 200, Overall Objective of the Independent Auditor, and the Conduct of an Audit in Accordance with International Standards on Auditing.

IAASB. (2015). International Standard on Auditing (ISA) 701 (New), Communicating Key Audit Matters in The Independent Auditor's Report.

Ibrahim, A. E. A., & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. *International Review of Financial Analysis*, 64, 126-144.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.05.006>

ICAC (2016). Resolución de 23 de diciembre de 2016, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la modificación de determinadas Normas Técnicas de Auditoría y del Glosario de Términos.
https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2016-12636

IFAC. (2017). Auditor Reporting Standards Implementation: Key Audit Matters. Retrieved from <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/supporting-international-standards/discussion/auditor-reporting-standards-implementation-key-audit-matters>

IFRS Foundation. (2022). International Financial Reporting Standards. Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>

IFRS. (2024). International Financial Reporting Standards. Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>

Institute of Chartered Accountants in England and Wales. (1998). Financial Reporting of Risk. Proposals for a Statement of Business Risk. ICAEW, London.

Jobst, A. A. (2014). Systemic risk in the insurance sector: A review of current assessment approaches. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 39, 440-470. <https://doi.org/10.1057/gpp.2013.7>

Kawamoto, C. T., Dantas, J. A., & Antiqueira, J. R. M. (2021). The relationship between the introduction of key audit matters and the audit delay in Brazil. *Contemporary Journal of Accounting*, 18(49). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e78378>

Khan, M. J., & Oczkowski, E. (2021). The link between trait and state professional skepticism: A review of the literature and a meta-regression analysis. *International Journal of Auditing*, 25, 558-581. <https://doi.org/10.1111/ijau.12232>

Khudaykulova, M., Yuanqiong, H., & Khudaykulov, A. (2022). Economic Consequences and Implications of the Ukraine-Russia War. *International Journal of Management Science and Business Administration*, 8(4), 44-52. <https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.84.1005>

KPMG. (2017, septiembre). Key Audit Matters: Auditor's report snapshot. Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/key-audit-matters-auditor-report-20-september-2017.pdf>

Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9228-9>

Larrán Jorge, M., & García-Meca, E. (2004). La relevancia de la información no financiera en la estrategia empresarial de divulgación voluntaria: Percepciones empresa-analista sobre su utilidad. *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, N° 12, 127-145.

Lau, C. K. (2021). Measurement uncertainty and management bias in accounting estimates: the perspective of key audit matters reported by Chinese firms' auditors. *Asian Review of Accounting*, 29(1), 79-95. <https://doi.org/10.1108/ARA-07-2020-0109>

Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525-622. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12115>

Levy, D. L., Szejnwald Brown, H., & De Jong, M. (2010). The contested politics of corporate governance: The case of the global reporting initiative. *Business & Society*, 49(1), 88-115. <https://doi.org/10.1177/0007650309345420>

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*, 38(4), 387-404. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>

Liu, H., Ning, J., Zhang, Y., & Zhang, J. (2022). Key audit matters and debt contracting: Evidence from China. *Managerial Auditing Journal*, 37(6), 657-678. <https://doi.org/10.1108/MAJ-06-2021-3210>

López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75, 285-300. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9253-8>

Loungani, P. (2001). How accurate are private sector forecasts? Cross-country evidence from consensus forecasts of output growth. *International Journal of Forecasting*, 17(3), 419-432. [https://doi.org/10.1016/S0169-2070\(01\)00098-X](https://doi.org/10.1016/S0169-2070(01)00098-X)

Lundgren, R. E., & McMakin, A. H. (2018). *Risk communication: A handbook for communicating environmental, safety, and health risks*. John Wiley & Sons.

Maignan, I., Ferrell, O. C., & Hult, G. T. M. (1999). Corporate Citizenship: Cultural antecedents and business benefits. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 27(4), 455-469. <https://doi.org/10.1177/0092070399274005>

Martinov-Bennie, N., Dyball, M. C., & Tweedie, D. (2022). Professional skepticism through audit praxis: An Aristotelian perspective. *International Journal of Auditing*, 26(2), 193-211. <https://doi.org/10.1111/ijau.12258>

Matuszak, Ł., & Róžańska, E. (2017). CSR disclosure in Polish-listed companies in the light of directive 2014/95/EU requirements: Empirical evidence. *Sustainability*, 9(12), 2304. <https://doi.org/10.3390/su9122304>

Matuszak, Ł., & Róžańska, E. (2021). Towards 2014/95/EU directive compliance: The case of Poland. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(5), 1052-1076. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-02-2020-0042>

Mazars. (2018, diciembre). A benchmark of key audit matters. Recuperado de <https://www.mazars.com/content/download/950520/49754429/version//file/Mazars-Key-Audit-matters-benchmark-Dec-2018.pdf>

McGeachy, D., & Arnold, C. (2017, diciembre 13). Auditor Reporting Standards Implementation: Key Audit Matters. International Federation of Accountants (IFAC). Recuperado de <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/supporting-international-standards/discussion/auditor-reporting-standards-implementation-key-audit-matters>

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

Meeh-Bunse, G., Rep, A., & Schomaker, S. (2019, June). Non-Financial Reporting Implementation-A Croatian-German Contemplation. In *Proceedings of FEB Zagreb*

International Odyssey Conference on Economics and Business (Vol. 1, No. 1, pp. 41-57). University of Zagreb, Faculty of Economics and Business.

Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 220-238. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.03.001>

Merna, T., & Al-Thani, F. F. (2008). *Corporate risk management*. John Wiley & Sons.

Michelon, G. (2011). Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. *Corporate Reputation Review*, 14, 79-96.

Miścikowska, D. (2022). An Exploratory Study on Preparers' Perception of ESEF Reporting: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 22(1), 191-218. <https://doi.org/10.2478/fofi-2022-0010>

Moeller, R. R. (2011). *COSO enterprise risk management: Establishing effective governance, risk, and compliance processes* (Vol. 560). John Wiley & Sons.

Mokhtar, E. S. (2017). Internet financial reporting determinants: A meta-analytic review. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 15(1), 116-154. <https://doi.org/10.1108/JFRA-07-2016-0061>

Moroney, R., Phang, S. Y., & Xiao, X. (2021). When do investors value key audit matters? *European Accounting Review*, 30(1), 63-82. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1733040>

OECD (2024). *OECD Reviews of Risk Management Policies*. Recuperado de https://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-reviews-of-risk-management-policies_19934106

Oliveira, J., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2011). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: Evidence from Portuguese banks.

Journal of Financial Regulation and Compliance, 19(3), 271-289.
<https://doi.org/10.1108/13581981111147892>

Oliveira, J., Serrasqueiro, R. M., & Mota, S. (2018). Determinants of risk reporting by Portuguese and Spanish non-finance companies. *European Business Review*, 3(1), 311-339. <https://doi.org/10.1108/EBR-04-2017-0076>

Oliver Wyman (2018). *Non-financial risk convergence and integration: Breaking down the silos*. Recuperado de https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2018/march/Non-Financial-Risk-Convergence-and-Integration_Oliver_Wyman_.pdf

Phillips, P. C., & Yu, J. (2011). Dating the timeline of financial bubbles during the subprime crisis. *Quantitative Economics*, 2(3), 455-491.
<https://doi.org/10.3982/QE82>

Phillips, R., Freeman, E., & Wicks, C. (2003). What Stakeholder Theory Is Not! *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>

Pina, V., & Torres, L. (1996). Análisis de la información externa, financiera y de gestión de las administraciones públicas. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

Pinto, I., & Morais, A. I. (2019). What matters in disclosures of key audit matters: Evidence from Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(2), 145-162. <https://doi.org/10.1111/jifm.12095>

Pound, G. D. (1981). A NOTE ON AUDIT REPORT READABILITY. *Accounting & Finance*, 21, 45-55. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.1981.tb00028.x>

Ragothaman, S. S. (2012). Voluntary XBRL Adopters and Firm Characteristics: An Empirical Analysis. *International Journal of Digital Accounting Research*, 12, 2.

Reverte Sánchez, J. A. (2016). *Divulgación de riesgos en empresas no financieras españolas* (Tesis Doctoral, Universitat Jaume I).

Roberts, R., Jang, D., & Mubako, G. (2022). Pandemic risk disclosure in integrated reports: After COVID-19 is hindsight 2020? *Accounting & Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12925>

Rodríguez Domínguez, L., & Noguera Gámez, C. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 116-129. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2013.10.002>

Rodríguez, M. M., Flores, F., & Valentinetti, D. (2020). Corporate impact of carbon disclosures: A nonlinear empirical approach. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(1), 4-27. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2020-0002>

Rodríguez-Domínguez, L. R., Álvarez, I. G., & Sánchez, I. M. G. (2010). Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: Un estudio de las empresas cotizadas. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, 19(1), 9-26.

Saitua Iribar, A. (2008). Determinantes de la divulgación de información financiera: Aplicación de una propuesta para su clasificación. *Gestión Joven*, 2.

SEC (2012). 17 CFR PARTS 240 and 249b, Release No. 34-67716; File No. S7-40-10 [final rules]. Recuperado de <http://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2012.shtml>

Sharpe, W. F. (1977). The capital asset pricing model: A "multi-beta" interpretation. In W. F. Sharpe (Ed.), *Financial Dec Making Under Uncertainty* (pp. 127-135). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-445850-5.50011-8>

Sidak, J. G. (2003). The failure of good intentions: The WorldCom fraud and the collapse of American telecommunications after deregulation. *Yale J. on Reg.*, 20, 207. <https://doi.org/10.2139/ssrn.335180>

Simpson, W. G., & Kohers, T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97-109. <https://doi.org/10.1023/A:1013082525900>

Smith, K. W. (2023). Tell Me More: A content analysis of expanded auditor reporting in the United Kingdom. *Accounting, Organizations and Society*. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2023.101456>

Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *British Accounting Review*, 32(4), 447-478. <https://doi.org/10.1006/bare.2000.0145>

Stulz, R. M. (2008). Rethinking risk management. In R. M. Stulz (Ed.), *Corporate Risk Management* (pp. 87-120). Columbia University Press. <https://doi.org/10.7312/chew14362-005>

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-606. <https://doi.org/10.2307/258788>

Supran, G., Rahmstorf, S., & Oreskes, N. (2023). Assessing ExxonMobil's global warming projections. *Science*, 379(6628), eabk0063. <https://doi.org/10.1126/science.abk0063>

Szczepankiewicz, E. I., Loopesko, W. E., & Ullah, F. (2022). A model of risk information disclosures in non-financial corporate reports of socially responsible energy companies in Poland. *Energies*, 15(7), 2601. <https://doi.org/10.3390/en15072601>

Tahat, Y., Dunne, T., Fifield, S., & Power, D. (2019). Risk related disclosure: A review of the literature and an agenda for future research. *Accounting Forum*, 43(2), 193-219. <https://doi.org/10.1080/01559982.2019.1584953>

Tang, Q., Chen, H., & Lin, Z. (2016). How to measure country-level financial reporting quality? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 230-265. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2014-0073>

Tóth, Á., Suta, A., & Szauter, F. (2021). Interrelation between the climate-related sustainability and the financial reporting disclosures of the European automotive industry. *Clean Technologies and Environmental Policy*, 1-9. <https://doi.org/10.1007/s10098-021-02108-w>

UN (2024). Agenda 2030 de la ONU: ¿Hacia dónde vamos? Recuperado de https://www.pactomundial.org/noticia/agenda-2030-de-la-onu-hacia-donde-vamos/?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjwpZWzBhC0ARIsACvjWRMbR7CggjQ9LzypTYUxVABDYWh_zgL36BZjbwa4_xsleuGupSrTx3EaAjqcEALw_wcB

Várhelyi, G., & Lieshout, R. (2020). EU Taxonomy and the monetary policy prism. In *ESCB Legal Conference* (pp. 144-165).

Velte, P., & Issa, J. (2019). The impact of key audit matter (KAM) disclosure in audit reports on stakeholders' reactions: A literature review. *Problems and Perspectives in Management*, 17(3), 323-341. [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(3\).2019.26](https://doi.org/10.21511/ppm.17(3).2019.26)

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(0), 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

Vigneau, L., & Adams, C. A. (2023). The failure of transparency as self-regulation. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0051>

Wei, L., Li, G., Zhu, X., Sun, X., & Li, J. (2019). Developing a hierarchical system for energy corporate risk factors based on textual risk disclosures. *Energy Economics*, 80, 452-460. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.01.020>

Wheale, P. R., & Amin, L. H. (2003). Bursting the "dot.com" bubble: A case study in investor behaviour. *Technology Analysis & Strategic Management*, 15(1), 117-136. <https://doi.org/10.1080/0953732032000046097>

Wu, J., & Vasarhelyi, M. (2004). XBRL: A new tool for electronic financial reporting. In *Business Intelligence Techniques: A Perspective from Accounting and Finance* (pp. 73-92). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-540-24700-5_5

Wuttichindanon, S., & Issarawornrawanich, P. (2020). Determining factors of key audit matter disclosure in Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(4), 563-584. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2020-0004>

XBRL (2021). Filings.xbrl.org repository. Recuperado de <https://filings.xbrl.org/docs/about>

XBRL (2021). XBRL International launches filings.xbrl.org for ESEF filings. Recuperado de <https://www.xbrl.org/news/xbrl-international-launches-filings-xbrl-org-for-esef-filings/>

XBRL (2024). XBRL International. Recuperado de <https://www.xbrl.org/>

Xu, Z., Elomri, A., Kerbache, L., & El Omri, A. (2020). Impacts of COVID-19 on global supply chains: Facts and perspectives. *IEEE Engineering Management Review*, 48(3), 153-166. <https://doi.org/10.1109/EMR.2020.3018420>

Zhang, P. F., & Shailer, G. (2022). The impact of audit committee expertise on external auditors' disclosures of key audit matters. *International Journal of Auditing*, 26(2), 151-170. <https://doi.org/10.1111/ijau.12256>

ANEXOS

Anexo 1. Estándares internacionales relacionados con KAM y su posible clasificación.

Standard	Source:
IFAC (2017)	McGeachy, D. & Arnold, C. (12-13-2017). Auditor Reporting Standards Implementation: Key Audit Matters. International Federation of Accountants (IFAC). https://www.ifac.org/knowledge-gateway/supporting-international-standards/discussion/auditor-reporting-standards-implementation-key-audit-matters
UK (FRC, 2017)	Financial Reporting Council (2016). Extended auditor's reports: A further review of experience https://media.frc.org.uk/documents/Extended_auditors_reports_A_further_review_of_experience.pdf
Australia (KMPG, 2017)	KPMG (20-09-017). Key Audit Matters: Auditor's report snapshot. https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/key-audit-matters-auditor-report-20-september-2017.pdf
France, Netherlands and UK (Mazars, 2018)	Mazars (December 2018). A benchmark of key audit matters. https://www.mazars.com/content/download/950520/49754429/version//file/Mazars-Key-Audit-matters-benchmark-Dec-2018.pdf
New Zealand (XRB & FMA, 2017)	External Reporting Board & Financial Markets Authority (November 2017). Key audit matters. A stock taken from the first year in New Zealand. https://www.fma.govt.nz/assets/Reports/171129-XRB-FMA-Key-audit-matters-a-stock-take-of-the-first-year-in-NZ2.pdf
USA (CAQ, 2020)	Center for Audit Quality (December 2020). Critical Audit Matters: A Year in Review. https://www.thecaq.org/wp-content/uploads/2020/12/caq-critical-audit-matters-year-in-review-2020-12.pdf
China (2022)	Lau, C.K. (2021). Measurement uncertainty and management bias in accounting estimates: the perspective of key audit matters reported by Chinese firms' auditors. Asian Review of Accounting, 29(1), 79-95. https://ideas.repec.org/a/emc/arapps/ara-07-2020-0109.html

Anexo 2. Mapeo comparativo de KAMs mencionadas en diferentes marcos de referencia.

IFAC (2017)	UK (FRC, 2016)	Australia (KMPG, 2017)	France, Netherlands and UK (Mazars, 2018)	New Zealand (XRB & FMA, 2017)	USA (CAQ, 2020)	China (Kwong, 2022)
Property Investment/ Valuations	Property Valuation	property investment		Valuation property plant & equipment		
Property, Plant and Equipment		PPE & finite life intangibles	Assets (Mostly Impairment)			Property plant and equipment depreciation/amortization
Acquisitions	Acquisitions/Disposals	Acquisitions	Acquisitions / Investments		business combinations,	
			Asset Disposals			
impairment	Goodwill Impairment		Goodwill Impairment	Impairment of goodwill / other intangible assets		
	Asset impairments (not goodwill)			Asset impairments (not goodwill)		
Goodwill and Other Intangible Assets		Goodwill (and related CGU assets)			goodwill and/or intangibles	Purchased goodwill and other intangible assets
						Capitalization of development costs
investment	investment	investment	companies that have been acquired by another entity,	Investment related entities		
inventory	Valuation of Inventories	inventory	inventories	inventory		inventory
Debtors		Receivables & allowances	Receivables	Receivables		Trade receivable and other financial assets
Derivatives/Financial Instruments	financial instruments	financial instruments	financial instruments	financial instruments		
Provisions	Provisions	Provisions	Litigation / Claims	Other provisions	contingent liabilities (23 CAMs)	Provisions
	Legal Provisions		Provisions / Legal provisions		asset retirement	
	Contingent Liabilities				environmental obligations	
Pensions and Employee Entitlements	Pensions		Pensions		pensions and other post-employment benefits,	Pension liabilities
			actuarial assumptions			
Other Liabilities		Trade & other payables	Liabilities / Accruals			
Litigation and Regulation						
Revenue	Fraud in Revenue Recognition	Revenue	Revenue recognition (not related to fraud)	Revenue recognition	revenue (18 CAMs).	
	Revenue not Fraud		Fraud in Revenue Recognition		sales returns and allowances,	
			Incentives, Rebates and Discounts / Returns			
expenses		expenses				
taxation	taxation	taxation	taxes	taxation	taxes	Deferred tax assets

						Tax liabilities
Management Override of Control	Management Override of Control		Management Override of Controls			
Financial Statement Presentation			Disclosure / Presentation / Classification			
IT	IT-related	IT systems	Controls & IT systems	IT-related		
other	Assets Held for Sale	Disposals & assets held for sale	other ⁴			
	Insurance	Insurance-related		Insurance-related		
	controls	other				
	Exceptionals		Exceptionals / One-off transactions			
	Development Costs					
	Mining/Oil/Gas Accounting	Exploration & Evaluation				
	Going Concern	Going concern related	Going Concern	going concern		
	Share Based Payments		Share Based Payments			
	Accruals	Investments in related entities				
	Capitalization		Capitalization			
	Accounting for long-term/complex contracts		Long Term Contracts / Complex			
	Supplier Rebates, discounts, incentives	Interest bearing liabilities				
			Restructuring / Finance processes / Transformation			
			business interruption			
			Other Fraud			Other non-current assets (including natural resources)
			Costs / Charges			
				Biological assets		

Anexo 3. Componentes del índice EURO STOXX 50

	FIRM	COUNTRY	SECTOR
1	ADIDAS	DE	Consumer Products and Services
2	ADYEN	NL	Industrial Goods and Services
3	AHOLD DELHAIZE	NL	Personal Care, Drug and Grocery Stores
4	AIR LIQUIDE	FR	Chemicals
5	AIRBUS	FR	Industrial Goods and Services
6	ALLIANZ	DE	Insurance
7	ANHEUSER-BUSCH INBEV	BE	Food, Beverage and Tobacco
8	ASML HLDG	NL	Technology
9	AXA	FR	Insurance
10	BASF	DE	Chemicals
11	BAYER	DE	Health Care
12	BCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	ES	Banks
13	BCO SANTANDER	ES	Banks
14	BMW	DE	Automobiles and Parts
15	BNP PARIBAS	FR	Banks
16	CRH	IE	Construction and Materials
17	DANONE	FR	Food, Beverage and Tobacco
18	DEUTSCHE BOERSE	DE	Financial Services
19	DEUTSCHE POST	DE	Industrial Goods and Services
20	DEUTSCHE TELEKOM	DE	Telecommunications
21	ENEL	IT	Utilities
22	ENI	IT	Energy
23	ESSILORLUXOTTICA	FR	Health Care
24	FLUTTER ENTERTAINMENT	IE	Travel and Leisure
25	HERMES INTERNATIONAL	FR	Consumer Products and Services
26	IBERDROLA	ES	Utilities
27	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL (INDITEX)	ES	Retail
28	INFINEON TECHNOLOGIES	DE	Technology
29	ING GRP	NL	Banks
30	INTESA SANPAOLO	IT	Banks
31	KERING	FR	Consumer Products and Services
32	KONE B	FI	Industrial Goods and Services
33	L'OREAL	FR	Consumer Products and Services
34	LINDE	DE	Chemicals
35	LVMH MOET HENNESSY	FR	Consumer Products and Services
36	MERCEDES-BENZ GROUP	DE	Automobiles and Parts
37	MUENCHENER RUECK	DE	Insurance
38	PERNOD RICARD	FR	Food, Beverage and Tobacco
39	PHILIPS	NL	Health Care
40	PROSUS	NL	Technology
41	SAFRAN	FR	Industrial Goods and Services
42	SANOFI	FR	Health Care
43	SAP	DE	Technology
44	SCHNEIDER ELECTRIC	FR	Industrial Goods and Services
45	SIEMENS	DE	Industrial Goods and Services
46	STELLANTIS	IT	Automobiles and Parts
47	TOTALENERGIES	FR	Energy
48	VINCI	FR	Construction and Materials
49	VOLKSWAGEN PREF	DE	Automobiles and Parts
50	VONOVIA SE	DE	Real Estate

Anexo 4. ESEF. European Sustainability Reporting Standards

EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). EFRAG es una asociación privada establecida en 2001 con el apoyo de la Comisión Europea para servir al interés público. EFRAG amplió su misión en 2022 tras el nuevo rol asignado en la CSRD, proporcionando Asesoramiento Técnico a la Comisión Europea en forma de borradores completamente preparados de Normas de Información sobre Sostenibilidad de la UE y/o borradores de enmiendas a estas Normas. Sus Organizaciones Miembro son partes interesadas europeas y Organizaciones Nacionales y de la Sociedad Civil. Las actividades de EFRAG están organizadas en dos pilares: un Pilar de Información Financiera, que influye en el desarrollo de las Normas IFRS desde una perspectiva europea y cómo contribuyen a la eficiencia de los mercados de capitales, y proporciona asesoramiento para la adopción de (enmiendas a) las Normas IFRS a la Comisión Europea. En segundo lugar, un Pilar de Información sobre Sostenibilidad, desarrollando borradores de Normas de Información sobre Sostenibilidad de la UE y enmiendas relacionadas para la Comisión Europea.

31 de julio de 2023. Primer conjunto de ESRS:

	Título	Descripción	Riesgos empresariales tratados
ESRS 1	Principios Generales	Establece los principios generales y directrices para la preparación de informes de sostenibilidad.	Riesgo de incumplimiento regulatorio, riesgo reputacional.
ESRS 2	Estrategia, Modelo de Negocio y Gobernanza	Trata sobre la estrategia de la empresa, su modelo de negocio y las prácticas de gobernanza relacionadas con la sostenibilidad.	Riesgo estratégico, riesgo de gobernanza, riesgo operacional.
ESRS E1	Cambio Climático	Requisitos de divulgación relacionados con las emisiones de gases de efecto invernadero y la gestión del cambio climático.	Riesgo climático, riesgo de transición, riesgo regulatorio.
ESRS E2	Contaminación	Normas para informar sobre las prácticas y políticas de la empresa para reducir la contaminación.	Riesgo ambiental, riesgo legal, riesgo reputacional.
ESRS E3	Agua y Recursos Marinos	Cubre la gestión sostenible del agua y la protección de los recursos marinos.	Riesgo de escasez de recursos, riesgo ambiental, riesgo operativo.
ESRS E4	Biodiversidad y Ecosistemas	Directrices para la divulgación sobre la	Riesgo de pérdida de biodiversidad, riesgo

		protección de la biodiversidad y los ecosistemas.	regulatorio, riesgo operacional.
ESRS E5	Uso de Recursos y Economía Circular	Enfocado en el uso eficiente de recursos y la implementación de prácticas de economía circular.	Riesgo de recursos, riesgo de sostenibilidad, riesgo financiero.
ESRS S1	Fuerza Laboral propia de la Empresa	Requisitos para informar sobre las condiciones laborales y el bienestar de la fuerza laboral directa de la empresa.	Riesgo laboral, riesgo reputacional, riesgo de cumplimiento.
ESRS S2	Trabajadores en la Cadena de Valor	Divulgación sobre las condiciones laborales de los trabajadores en la cadena de valor de la empresa.	Riesgo en la cadena de suministro, riesgo laboral, riesgo reputacional.
ESRS S3	Comunidades Afectadas	Normas para informar sobre los impactos de la empresa en las comunidades locales y cómo se gestionan esos impactos.	Riesgo social, riesgo reputacional, riesgo de conflicto comunitario.
ESRS S4	Consumidores y Usuarios Finales	Requisitos de divulgación sobre la seguridad, la calidad y la sostenibilidad de los productos y servicios ofrecidos a los consumidores.	Riesgo de producto, riesgo de sostenibilidad, riesgo de demanda.
ESRS G1	Conducta Empresarial	Directrices sobre la ética empresarial, la lucha contra la corrupción y otras prácticas de buen gobierno corporativo.	Riesgo de corrupción, riesgo legal, riesgo reputacional.

Fuente: elaboración propia a partir de EFRAG <https://www.efrag.org/lab6>

Anexo 5. XBRL. Reglamento ESEF.

El Reglamento de Formato Electrónico Único Europeo (ESEF) establece que, a partir de 2020, todas las empresas que cotizan en mercados regulados de la Unión Europea deben preparar sus informes financieros anuales en un formato electrónico único. Este reglamento tiene como objetivo mejorar la accesibilidad, transparencia y comparabilidad de los estados financieros en toda la UE. Los informes deben ser presentados en formato XHTML y etiquetados utilizando Inline XBRL (iXBRL) para facilitar su análisis digital y garantizar que la información sea legible tanto para humanos como para máquinas.

XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) es un estándar internacional para la presentación y el intercambio electrónico de información financiera y empresarial. Utiliza XML para codificar datos, facilitando la automatización en la preparación, presentación y análisis de informes financieros. XBRL permite a las empresas y a los reguladores mejorar la precisión, eficiencia y transparencia en la comunicación de información financiera y de negocios.

Para poner en perspectiva el papel que está teniendo XBRL a nivel global en el reporte empresarial, se recogen algunos de sus hitos más relevantes en orden cronológico desde su creación por el auditor Charles Hoffman:

1. 1998: Charles Hoffman crea XBRL.
2. 1999: Se establece XBRL International para desarrollar y promover el estándar.
3. 2000: Primera demostración pública de XBRL en una conferencia de AICPA.
4. 2001: Se lanza la especificación XBRL 2.0.
5. 2002: Formación del Comité Directivo de XBRL International.
6. 2003: Primera conferencia global de XBRL en Bélgica.
7. 2004: Publicación de la especificación XBRL 2.1.
8. 2005: Aprobación del XBRL por la Comisión de Bolsa y Valores de EE.UU. (SEC).
9. 2006: Adopción de XBRL en Japón para informes financieros.
10. 2007: Creación de la taxonomía US GAAP.

11. 2008: XBRL se convierte en obligatorio para todas las empresas públicas en China.
12. 2009: Implementación de XBRL por la SEC para informes de empresas públicas en EE.UU.
13. 2010: Publicación de la taxonomía IFRS en XBRL.
14. 2011: El Banco de España adopta XBRL para informes financieros.
15. 2012: Creación del Grupo Consultivo Europeo de Información Financiera (EFRAG) para apoyar la adopción de XBRL en Europa.
16. 2013: La Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) aprueba el uso de XBRL para informes financieros.
17. 2014: La Comisión Europea adopta XBRL para informes regulatorios.
18. 2015: Implementación de XBRL por el Banco Central Europeo (BCE) para informes financieros.
19. 2016: Publicación de la taxonomía Solvencia II en XBRL para informes de seguros en Europa.
20. 2017: Adopción de XBRL en Sudáfrica para informes financieros.
21. 2018: El Banco de Inglaterra adopta XBRL para informes regulatorios.
22. 2019: La ESMA implementa XBRL para el Formato Electrónico Único Europeo (ESEF).
23. 2020: XBRL se convierte en obligatorio para todos los informes financieros de empresas públicas en la UE bajo ESEF.
24. 2021: Implementación de XBRL en Brasil para informes financieros.
25. 2022: La SEC aprueba el uso de Inline XBRL para informes financieros.
26. 2023: XBRL se adopta en Canadá para informes regulatorios.
27. 2024: Se espera que XBRL se convierta en el estándar global para informes empresariales.