

---

# La legibilidad del discurso de la estrategia en tiempos turbulentos<sup>1</sup>

## El significado de la estrategia en la carta anual del presidente

**José Manuel Rodríguez Carrasco**

rocar@cee.uned.es

Doctor en Derecho por la Universidad de Oviedo y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la UNED. Máster en Administración de Empresas por la Universidad de Nueva York. En la actualidad es Profesor Emérito de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. Ha publicado varios artículos y libros sobre temas de su especialidad.

Principales áreas de investigación: Responsabilidad Social Corporativa, Gobierno Corporativo, Competitividad Empresarial.

**Nuria Bajo Davó**

nuria.bajo@uam.es

Doctora por la Universidad Pontificia Comillas-ICADE, Máster en Mercados Financieros (CUNEF). Actualmente es profesora de la Facultad de Económicas en la Universidad Autónoma de Madrid (UAM) y profesionalmente responsable de Cumplimiento Normativo de una Sociedad Gestora independiente.

Principales áreas de investigación: Responsabilidad Social Empresarial, Innovación y Estrategias de Inversión.

---

1 Este título rememora la obra de Peter Drucker *Managing in Turbulent Times* (Drucker, 2011), escrita en otras circunstancias, pero donde ya nos avisaba de que el tiempo de turbulencia es una época peligrosa, pero su mayor peligro es la tentación de negar la realidad.

## RESUMEN

El presente trabajo analiza el discurso estratégico emitido por los presidentes de las compañías en la carta que publican dentro de la memoria anual. En concreto, nos centramos en el periodo de crisis que se ha extendido por todo el mundo occidental en los últimos años. Se pretende estudiar si existe alguna relación entre el grado de legibilidad de dichas cartas y el entorno más o menos estable.

Para ello se analizan las cartas de los presidentes en la memoria anual de los bancos Bankinter, Popular, Sabadell, BBVA y Santander, empleando la fórmula Flesch. Se seleccionan estos bancos por ser los mayores por su cifra de activo. El horizonte temporal transcurre desde el inicio de la crisis económica financiera hasta la actualidad, seleccionándose cinco años (2007, 2008, 2010, 2013 y 2014), ya que se considera que ofrece un panorama suficiente sobre la actuación del banco durante la entrada y desarrollo en el tiempo a lo largo de la crisis. El análisis revela que en tiempos de crisis económica, en general, la lectura se hace más difícil.

## PALABRAS CLAVE

Memoria anual, gobierno corporativo, crisis.

## ABSTRACT

This article considers the strategy carried out by the presidents of the companies in the letter published in the annual report. Specifically, we focus on the period of crisis that has spread throughout the western world in recent years. It is intended to study whether there is any relationship between the degree of legibility of these letters and the more or less stable environment.

The letters from the presidents of the annual report of Bankinter, Popular, Sabadell, BBVA and Santander are analyzed, using the Flesch formula. These banks are selected because their assets are the biggest of the banking system in Spain. The time horizon runs from the start of the financial economic crisis until now, five years are selected (2007, 2008, 2010, 2013 and 2014). It is considered a sufficient period of time to provide an overview of the performance of the bank throughout the crisis period. The analysis reveals that in times of economic crisis the readability, in general, turns more difficult.

## **KEYWORDS**

Annual report, corporate governance, crisis.

## **JEL**

M14, M41

## 1. INTRODUCCIÓN

“La estrategia está ahí arriba, justo ahí arriba, en la cima. Y por encima de todo, el lenguaje que la moviliza y que es movilizado por ella, es quien la eleva hasta ahí” (Lilley, 2001, citado en Balogun *et alii*, 2014).

En los últimos años ha emergido en el mundo empresarial y académico un nuevo —y creciente— interés por los aspectos discursivos de la estrategia. Si bien este interés es reciente, no se puede decir que sea totalmente novedoso. La estrategia es como el dios Jano que tiene dos caras, con una mira a la formulación o el discurso estratégico y con otra a la aplicación o práctica estratégica. En los albores de la dirección estratégica ya señalaba Andrews que hay que dividir la consideración de la estrategia corporativa en aspectos de formulación y aspectos de aplicación, y la primera requiere aptitud analítica y conceptual y la segunda habilidad administrativa (Andrews 1977: 211-212). En este contexto el director general asume el papel, como apunta Andrews, de arquitecto de la estrategia y así examina y se informa del entorno externo de la compañía, contempla su propia organización, se analiza a sí mismo y determina hasta qué punto será sensible a los múltiples requerimientos que hacen a su compañía todos los elementos de la comunidad (Andrews 1977: 261). Y es a partir de estos pasos cuando se formula la estrategia o, en otras palabras, se crea el discurso estratégico.

En el momento actual los académicos están creando una variedad de enfoques discursivos que permiten estudiar la estrategia empresarial en su contexto, tales como enfoques postestructuralistas, perspectivas de la narrativa, retórica, análisis crítico del discurso, análisis de la conversación y análisis metafórico como aparecen más adelante en Tabla 1. Todos buscan entender mejor los aspectos lingüísticos del fenómeno de la estrategia empresarial, tanto en cuanto esta estrategia es comunicada en diferentes medios y formas a los diferentes grupos de interés (Balogun *et alii*, 2014).

Las memorias económico financieras anuales de empresa, reflejo indicativo del discurso de la estrategia, contienen información más o menos explícita sobre el curso que ha seguido la empresa en términos estratégicos y cómo espera actuar en el futuro. Es obvio que en estas memorias, de obligado cumplimiento,<sup>2</sup> las empresas no van a revelar secretos que perjudiquen su actuación en el futuro, sobre todo pensando en sus más inmediatos competi-

2 El artículo 49 del Código de Comercio, así como el artículo 262 Ley de Sociedades de Capital, señalan la obligación de publicar un informe de gestión donde aparecen los hechos más relevantes de la empresa desde el punto de vista económico financiero. En el caso de las empresas cotizadas en el mercado de valores, este aspecto de la obligación de publicar los hechos relevantes se recoge también en la regulación del CNMV.

dores que, sin duda, analizarán cuidadosamente los mensajes transmitidos en estos informes.

El objetivo que se persigue en estas líneas, el análisis del discurso de la estrategia en tiempos de turbulencia, particularmente en tiempos de crisis como la última que se ha extendido por todo el mundo occidental, encuentra una gran fuente de información y posibilidad de análisis en la carta del presidente de la compañía que suele aparecer al inicio del informe o memoria anual. A nadie se le escapa que esta carta, firmada por el presidente, no suele ser de su puño y letra aunque aparezca como tal y, desde luego, está inspirada en su pensamiento. La carta es quizá el instrumento de comunicación más importante que tiene el presidente en sus manos y no es de extrañar que la repase, corrija e intente darle un tono personal para llegar con más facilidad hasta sus destinatarios, aunque se dan casos en los que el escrito tiene un cariz impersonal (Burger, sin fecha de publicación. Consultar detalles en bibliografía).

En cualquier caso, la carta del presidente debe obedecer a los principios de comunicación y transparencia que señala el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, (en adelante CBGSC) cuando en su Principio 4 proclama que *“las sociedades cotizadas deben contar con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto”* (CBGSC 2015: 18).

Asimismo, este nuevo código recalca la necesidad de que estos informes emanados de las sociedades obedezcan al principio de transparencia e información adecuada como especifica su Principio 6. *“Las sociedades cotizadas, de forma obligatoria o voluntaria, y en ejercicio de las facultades atribuidas a sus órganos de administración y a sus comisiones, elaboran diversos informes. El análisis y la evaluación periódica que se realiza mediante la elaboración de estos informes cumple una importante función de control de la actividad social y resulta un instrumento muy útil para el buen funcionamiento corporativo”* (CBGSC 2015: 21).

El análisis del periodo temporal que se pretende realizar en estas páginas discurre dentro del espacio temporal inmediatamente anterior a la explosión de la reciente crisis económica, así como durante su trascurso y la salida del túnel que muchas empresas ya vislumbran cercano. Así pues, lo que persigue este análisis es verificar si la carta del presidente, en el periodo analizado, cumple con los principios de transparencia e información adecuados. En lo que sigue se trata, en primer lugar, del discurso de la estrategia, en qué consiste y cómo nos lleva a practicar un determinado análisis para conocer algunas de sus características como la legibilidad de su contenido. Seguidamente se tratará de la metodología disponible para llevar a cabo este análisis. Para ello resulta obligado hacer referencia al cuadrado semiótico como plataforma en la que se ubican los responsables de la empresa que deben informar a los accionistas de

la marcha de la compañía así como las características del informe o mensaje que emiten. El ámbito de estudio comprende la actuación de los cinco grandes bancos españoles que existían al comienzo de la pasada crisis económico financiera y que han sobrevivido a ésta. A continuación se comentan los resultados de nuestro análisis siguiendo la fórmula de legibilidad de Flesch sobre la legibilidad de un texto, que se explicará en el apartado de metodología y, finalmente, se presentarán las conclusiones.

## 2. EL DISCURSO DE LA ESTRATEGIA

En los últimos tiempos, hay una preocupación desde el campo académico por resaltar la relación entre la práctica social de la estrategia, a lo que los anglosajones aluden con el verbo *strategize*, con el discurso que en ella o de ella se produce. Esta práctica social, *strategize*, se refiere a las “acciones, interacciones y negociaciones de múltiples actores y las prácticas que llevan a cabo al acometer esta actividad” (Jarzabkowski et alii, 2007: 8). El discurso de la estrategia se conecta, por tanto, con lo físico (el material que recoge el discurso o que configura el espacio en el que este se produce), con lo psicológico (aspectos cognitivos que le dan sentido al discurso) y con lo social (el poder) (Balogun et alii, 2014). Los informes anuales y las cartas de los presidentes que los presentan forman parte del primer grupo de conexiones, es decir, del discurso estratégico.

El contenido de una memoria anual es fundamentalmente económico financiero, pues es obligatorio publicar los resultados financieros, especialmente los datos que aparecen en el balance anual y la cuenta de pérdidas y ganancias. Recientemente estas memorias han venido acompañadas de una memoria de gobierno corporativo y una memoria de responsabilidad social de la empresa. Para Hoskins este informe anual es algo más que un informe financiero, pues ofrece también una visión de lo que es la empresa, su filosofía y sus operaciones. Si se confecciona bien y se ilustra con arte y fotografías es una herramienta de relaciones públicas y marketing, un instrumento de comunicación con los empleados y posibles trabajadores (Hoskins, 1984).

La importancia de las cartas de los presidentes estriba en que contienen las líneas maestras de la estrategia tal como la entiende la propia empresa, y no persigue este escrito del máximo representante de la empresa exponer una teoría o un concepto de estrategia, sino algo muy factual como es la estrategia empresarial seguida por la empresa en un periodo concreto. Esta formulación de la estrategia suele tomar la forma de una narración (Barry y Elmes, 1997), con lo cual las técnicas de análisis narrativo adquieren particular importancia si la intención es profundizar más en la mente del autor a fin de tener una visión

más cercana de la estrategia aplicada. Si hubiera que buscar patrones comunes en el contenido de estas cartas, encontraríamos la respuesta a cómo la empresa salió airoso de las amenazas del entorno y se aprovecharon de las oportunidades que éste le ofrecía para alcanzar una serie de objetivos. A efectos de ilustrar cómo ha sido el tránsito por este camino tortuoso en tiempos turbulentos, se aportan datos que aluden a las diferentes rentabilidades conseguidas por la empresa, sus cifras de crecimiento, cuotas de mercado y calidad de sus productos, entre otros datos de interés para el lector de la carta.

Es obvio que, a lo largo de su discurso, el presidente trata de ser creíble y exprese refiriéndose a la situación del binomio empresa y entorno que estamos tratando en estas páginas, cómo ve la crisis y es lógico que pretenda que sus lectores interpreten los acontecimientos tal como se ven desde la presidencia. En esta carta pueden aparecer mezclados el *strategizing*, como apuntaba más arriba Jarzabkowski, y las estrategias reales que ha seguido la empresa

Además de las razones legales para publicar el informe anual y de esta manera confirmar que existe una relación de agencia entre los accionistas —principal— y la alta dirección —agente—, hay otras razones, como apuntan Cinici y Dunbar (2012), por las que resulta importante y no son otras que los objetivos que persigue la alta dirección, a saber:

- a. Confirmar la percepción que tienen los accionistas de la estrategia de la empresa. Los accionistas pueden tener una idea general o vaga de la empresa y en el informe se les apuntan las razones por las que se han tomado algunas decisiones que la dirección considera que son importantes, por ejemplo, la entrada en un nuevo mercado o el acuerdo de una alianza estratégica con otra empresa.
- b. Informar a los accionistas sobre acciones o decisiones que pueden variar el curso de la empresa, como una ampliación de capital o una nueva estructuración de la deuda. Así, cuando estas decisiones se adopten en un futuro, los accionistas no se vean sorprendidos.
- c. Explicar la posible ocurrencia de acontecimientos, tales como cambios legislativos o regulaciones específicas y adelantar la reacción y decisiones que adoptará la alta dirección.
- d. Señalar los escenarios en que se mueve la empresa y su posible evolución y cómo pueden originarse amenazas y oportunidades que la empresa debe evitar o aprovechar.
- e. Explicar posibles cambios organizativos y que esta transformación se hace mirando por los propios intereses de los accionistas.
- f. Señalar acciones específicas que la alta dirección piensa que revisten particular importancia para los accionistas y que éstos caigan en la cuenta que no son decisiones rutinarias sino de vital importancia, como la adquisición de otra empresa o la reducción de la deuda.

- g. Confirmar la percepción que pueda tener el accionista sobre las cualidades de la alta dirección tales como su experiencia, competencia y efectividad.

En definitiva, el informe anual ofrece la oportunidad de explicar a los accionistas sobre la estrategia de la empresa de un modo claro y conciso y de este modo evitar erróneas interpretaciones. La carta del presidente, por tanto, va dirigida fundamentalmente a los accionistas, pero el autor de la comunicación es perfectamente consciente que su mensaje será examinado por otros grupos de interés como analistas, posibles accionistas y grupos de presión como analistas medioambientales y observatorios de responsabilidad social, y por supuesto por otros competidores más inmediatos dentro de la industria. Su tarea, pues, no resulta fácil. Baker III y Kare también insisten en que el informe anual en su conjunto reduce la incertidumbre que se pueda alojar en la mente de los accionistas y transmite a los empleados y prestamistas que su apuesta por la empresa es segura, al tiempo que ayuda a la comunidad inversora a formular predicciones sobre la rentabilidad de sus posibles inversiones (Baker III y Kare, 1992). Es más, algunos autores como Foy afirman que la mayoría de los informes anuales no van dirigidos a los accionistas. La mayor parte del informe, o casi la totalidad de lo que aparece en los informes, es porque los analistas de mercado, los consultores de inversión y los inversores profesionales solicitan dicha información (Foy, 1973: 49). Hay quien destaca el papel particular que ejercen los analistas financieros en caso de obscuridad o falta de claridad en algunos de estos informes, pues toman como misión personal la reelaboración de estos informes para hacerlos más comprensibles a los accionistas y posibles inversores (Lehavy *et alii*, 2011). Aunque hay algunos autores como Heath y Phelps que se muestran partidarios de enviar informes específicos para analistas de inversiones y utilizar otro tipo de lenguaje cuando se dirigen a los accionistas; esta práctica sugerida por estos autores ya es común en nuestro tiempo (Heath y Phelps, 1984). Por todo ello, se desprende la importancia de la veracidad y claridad de los mensajes que se transmiten, en especial en la carta del presidente.

Por otro lado, los estudios sobre el discurso de la estrategia incluyen una variedad de enfoques teóricos y metodológicos que aparecen resumidos en la Tabla 1. La cuestión de este artículo es fundamentalmente un enfoque de análisis de la narrativa; aunque no se descarta la influencia de otros enfoques que aparecen en esta Tabla 1.



**Tabla 1.** Enfoques para el estudio del discurso de la estrategia

<b>Enfoque</b>	<b>Punto central de interés</b>	<b>Temas tratados</b>
Análisis postestructuralista del discurso	Reconstruir la estrategia como cuerpo de conocimiento	Relación poder/ conocimiento - institucionalización - hegemonía - subjetividad - identidad
Análisis crítico del discurso	Desvelar el rol de la estrategia en las relaciones de poder	Poder - subjetividad - legitimidad - identidad - resistencia - participación
Análisis de la narrativa	Usar la estrategia como herramienta para darle sentido al trabajo gerencial	Argumentación - sentido - legitimar - comunicación estratégica - audiencia - identificación
Análisis de la retórica	La estrategia como una historia	Legitimidad - polifonía - autoría y autoridad - pasado, presente y futuro de la empresa
Análisis de la conversación	Explorar la estrategia como una conversación que requiere un análisis	Conversación - el lenguaje en uso - habilidades lingüísticas - producción de significado y de relevancia
Análisis de metáforas y analogías	Conceptuar la estrategia como una forma de razonamiento inductivo	Dominio del origen y del objetivo - novedad y rareza - sentido - marco conceptual

Fuente: Balogun *et alii*, 2014.

El análisis narrativo del discurso sostiene que el significado existe solo si es aprehendido en las mentes de los lectores cuando leen el texto. Aplicado al campo de la comunicación en la empresa, esta idea sugiere que para poder comprender cómo los que escriben el discurso conceptúan la situación sobre la que escriben, es necesario explorar el “territorio textual” que los lectores perciben con su lectura, con sus múltiples voces, sus géneros y sus diferentes intereses (Jameson, 2000).

En este sentido, varios estudios apuntan lo difícil que resulta comprender los informes anuales de las empresas. Por ejemplo, Jameson demuestra que, en el caso de las cartas del presidente en los informes anuales, el conocimiento subyacente al texto es más importante que la coherencia propia del texto para una buena comprensión por parte de los lectores (Jameson, 2000). Nilsson (1997)

halló que los inversores menos experimentados no eran capaces de comprender los puntos importantes del informe anual. Subramanian *et alii* (1993) mostraron que los informes de las empresas más rentables se leían más fácilmente y eran más convincentes que los de las menos rentables. Y de manera general, Courtis (1986, 1995) confirmó que los informes son demasiado complicados de leer para el lector medio.

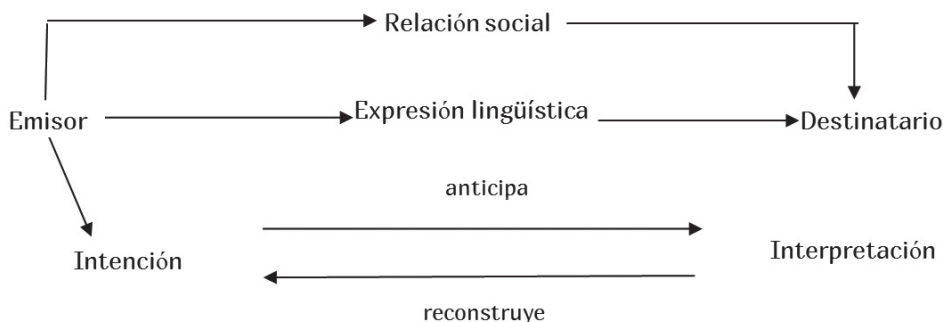
El análisis de la narrativa de las cartas de los presidentes incluye el estudio de la semántica y del estilo, y según Kohut y Segars (1992), permite predecir el desempeño de las empresas a través de los temas tratados, de la orientación temporal y de las características técnicas del discurso de estas cartas.

### **3. METODOLOGÍA**

La metodología que utilizamos discurre por los estadios siguientes: en primer lugar realizamos un análisis de la pragmática, es decir, de los principios que regulan el uso del lenguaje; en segundo lugar utilizamos el cuadrado semiótico, que trata de ubicar la relación principal agente y mensaje; en tercer lugar se aborda el análisis de legibilidad, es decir, el grado en que es legible el mensaje; y, por último, se tratan las fórmulas de legibilidad para elegir la más apropiada.

#### **3.1. ANÁLISIS DE LA PRAGMÁTICA**

La primera aproximación que se pretende realizar con la carta del presidente es la preocupación de pasar del análisis gramatical al análisis de la pragmática, que consiste en el estudio de los principios que regulan el uso del lenguaje en la comunicación, y no debe olvidarse que una de las tareas de la alta dirección consiste en explicar, razonar y legitimar las actividades que se han llevado a cabo en el seno de la organización (Pfeffer, 1981, citado por Bettman y Barton, 1983). No cabe duda que el acto de comunicación que el presidente asume y lleva a cabo al dirigirse principalmente a los accionistas en la carta que figura en el informe anual de la empresa, es de los más leídos por parte de los grupos de interés tanto internos como externos a la empresa. En este marco de referencia de la comunicación entre el presidente y los diferentes grupos de interés, es preciso tener claro quiénes son los partícipes que, a modo de resumen, aparecen en el Gráfico 1. Una característica fundamental de este esquema es la claridad que debe tenerse acerca de quién es el emisor del mensaje, a quién va dirigido, la intención comunicativa, y el conocimiento de la realidad empresarial y su entorno (Escandell, 2011).

**Gráfico 1.** Esquema Emisor – Destinatario del mensaje

Fuente: Escandell, 2011 y adaptación propia.

Se entiende que el emisor es el propio presidente de la entidad y el destinatario principal son los accionistas de la empresa a la que se refiere el informe anual, y en el destinatario o destinatarios están también incluidos todos los grupos de interés —*stakeholders*— como los empleados, clientes, el gobierno y posibles inversores, entre otros. Se asume que entre el presidente y los destinatarios hay una relación social, que para el caso de los accionistas es una relación de agencia. Es decir, que entre el presidente, —agente— y accionistas —principal— se da la relación de agencia en los términos en que lo entiende la *teoría de la agencia*.

La forma de expresión lingüística es una carta donde se narra lo ocurrido en el pasado, la situación actual y las perspectivas de futuro. La intención del emisor puede variar desde justificar una actuación, explicar la razón de unas decisiones o la influencia del entorno a mover a la junta de accionistas a una determinada acción. Estos grupos de interés interpretan la carta y, de alguna manera, la reconstruyen según su parecer.

Una vez aclarado el análisis de la pragmática como base inicial, anclamos la metodología en el cuadrado semiótico.

### 3.2. EL CUADRADO SEMIÓTICO COMO MARCO DE REFERENCIA PARA LA COMUNICACIÓN

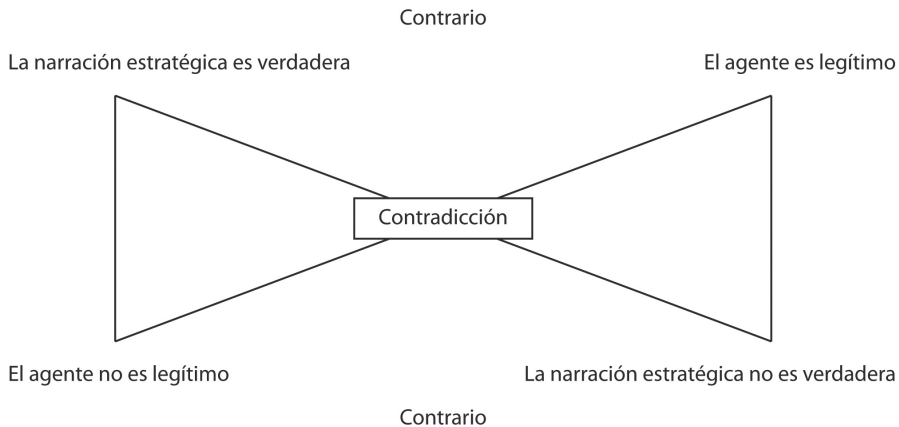
El cuadrado semiótico lo utilizamos como marco de referencia para analizar las comunicaciones que emanan de la empresa en general, y en particular la carta del presidente en el informe anual. Antes de plasmar el cuadrado semiótico, estimamos que se debe definir la semiótica como la ciencia que estudia las diferentes clases de los signos, así como las reglas que gobiernan su generación y producción, tramitación e intercambio, recepción e interpretación. Hay

semiótica teórica y descriptiva cuya función es la de describir las situaciones comunicativas (Romera Castillo, 1991).

Para Umberto Eco la semiótica no es una disciplina, sino que quizás es una escuela o red interdisciplinar que estudia los seres humanos tanto como ellos producen signos y no únicamente verbales (Eco, 1975 y 2007). Fiol, apoyándose en los estudios de Umberto Eco, define la semiótica como un modo formal de análisis que se usa para identificar las normas o reglas que gobiernan y cómo los signos aportan significado en un sistema social (Fiol, 1989).

A continuación se intentará mostrar que el cuadrado semiótico es una herramienta que puede cumplir el propósito de actuar como marco referencial de la estrategia empresarial, y esto es así porque en el cuadrado subyacen también los postulados de la teoría de la agencia apuntados más arriba. Algunos autores (Cinici y Durbal, 2012; y Fiol, 1989) han utilizado el cuadrado semiótico como base para un análisis más profundo del informe anual de la empresa y, en particular, la carta del presidente. El cuadrado semiótico, según se expresan algunos autores, ofrece la oportunidad de examinar la forma y el contenido de la carta. Véase Gráfico 2.

**Gráfico 2.** El cuadrado semiótico:  
Fuerzas opuestas subyacentes en el informe anual



Fuente: Fiol, 1989. Cinici y Durban, 2012 y elaboración propia.

Situándonos en la parte superior del cuadrado se observa la situación ideal, es decir, que la narración estratégica que se plasma en la carta del presidente es verdadera. Pero esta situación de verdad que transmite el mensaje admite grados, que van a lo largo del continuo de la parte superior izquierda hasta la parte inferior del lado oblicuo. Este extremo se contemplará posteriormente en

el análisis de legibilidad del documento, pudiéndose ofrecer el caso extremo de que la narración estratégica no es verdadera. El mismo razonamiento de graduación de legitimidad o no legitimidad se aplica para el caso del agente que desempeña las funciones que le ha encargado el principal.

El principal, sin embargo, puede ser un grupo pequeño de accionistas o podemos encontrarnos con una propiedad muy dispersa, hecho no extraño en las grandes corporaciones. En este último caso -propiedad muy dispersa- los costes de agencia aumentan debido a la probabilidad de que aparezcan conflictos de agencia entre tantos propietarios. Esta situación conflictiva puede llevar a la empresa a publicar informes más legibles para reducir los conflictos que se puedan plantear dentro de una gran masa de accionistas (Kumar, 2014).

El cuadrado semiótico nos describe, por tanto, el marco donde se ubican las relaciones de agencia y en él tienen cabida varios escenarios a lo largo del continuo de legitimidad y no legitimidad del agente. Por un lado, los principales han nombrado unos agentes y tal nombramiento implica que están legitimados para actuar en nombre de los agentes. Uno de los deberes que asumen los agentes es informar anualmente a los que se conocen como principales, a la par que otros grupos de interés, sobre cuál ha sido la actuación de la empresa en un periodo temporal concreto, generalmente el año natural o un año fiscal. La información que ofrece la empresa sobre su trayectoria ha de ser verdadera desde el punto de vista económico financiero. En toda esta situación los agentes confirman a los principales que han actuado de un modo legítimo y que han defendido los intereses de los principales, en este caso de los accionistas.

A modo de ejemplo, y para explicar la utilidad del cuadrado semiótico y los diferentes grados que se admiten entre mensaje verdadero y falso, por un lado, y una actuación legítima por parte de los agentes, Cinici y Durbán (2012) aducen ejemplos del comienzo de la crisis financiera, cuando los agentes no informaban a los principales de los negocios de las hipotecas *subprime* que encerraban un alto riesgo. Y al mismo tiempo, puede cuestionarse que no sólo el mensaje estaba en cierto sentido contaminado por ocultar parte de la verdad, sino que los agentes no habían actuado con la lealtad debida a sus principales.

Otro ejemplo reciente sobre la actuación del agente defendiendo los derechos o intereses del principal, se revela en el hecho de que durante los años más agudos de la crisis económica, desde el año 2007 a 2011, los beneficios de las empresas del Ibex 35 cayeron un 36,3%, lo que supone 17.344 millones de €. No obstante, durante ese periodo las remuneraciones de los consejeros crecieron un 6,5% más (Tena Arregui, 2015). Generalmente, esta situación de desigualdad remunerativa no se ha explicado con la claridad suficiente por parte de aquellas personas que podrían hacerlo.

### 3.3. EL ANÁLISIS DE LEGIBILIDAD

Llegados a este punto, lo primero que debemos esperar de la carta del presidente es que sea legible; si no es legible en su totalidad o algunos de sus apartados, quizá se deba a que intencionadamente sea así, pues las empresas que aquí se analizan tienen asesores literarios de la suficiente calidad para que estas cartas sean legibles. En todo caso, los primeros estudios de legibilidad se remontan a los años 50 del pasado siglo cuando Pashalian y Crissy, en un breve artículo, ya en su título afirmaban rotundamente que los informes anuales eran difíciles, resultaban aburridos y el valor del interés humano muy bajo (Pashalian y Crissy, 1952).

Conviene asimismo recordar que el acta fundacional del SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) en el año 1934 tenía como objetivo prioritario evitar la manipulación de los posibles inversores, y en esta línea de pensamiento se abogaba por la claridad en la documentación de las empresas que cotizaban en las bolsas de valores. Con el paso del tiempo, en 1998, la SEC publicó el documento *Plain English Handbook*. En este documento de algo más de 80 páginas, se aboga por la presentación clara y ordenada de información compleja, de tal manera que los inversores tengan la posibilidad de entender la documentación empresarial. El prólogo de este documento está escrito por el conocido inversor Warren Buffett, que entre otras cosas dice: *"Durante más de cuarenta años he estudiado los documentos que las grandes empresas publican. Con frecuencia no he podido entender o descifrar qué es lo que se dice, o peor aún, he llegado a la conclusión que nada se dice. He procurado redactar (mi informe anual) como si escribiera a mis hermanas que son inteligentes pero no expertas en contabilidad o finanzas"* (SEC, 1998: 1).

Lo que la SEC pretende es que el informe anual, así como otro tipo de documentos, sea visualmente atractivo, organizado lógicamente y que se entienda en la primera lectura (SEC, 1998: 65). Esta iniciativa de la SEC ha sido apoyada por Loughran *et alii* y la consideran más relevante que la ofrecida por algunos índices como el de Fog, que aparece posteriormente en el Cuadro 1, y que para estos autores no les ha ofrecido resultados satisfactorios (Loughran *et alii*, 2014).

Dentro de la variedad de métodos disponibles para realizar un análisis de la claridad de la carta del presidente, destaca entre otros el análisis longitudinal de legibilidad (Casasola, 2007). Este tipo de análisis es longitudinal, como opuesto a transversal, porque se analiza una situación a lo largo del tiempo para detectar qué cambios pueden ocurrir. La preocupación por la legibilidad de los informes empresariales en general, y del informe anual con la carta del presidente, que suele ser la parte del informe más leída (Courtis, 1998), tiene su

origen en que los posibles inversores se basan en la narración y legibilidad de esta carta para tomar sus decisiones de inversión.

Schroeder y Gibson (1990) entienden por legibilidad la cualidad de los textos que permite transmitir información de forma rápida y útil. Otros autores como Loughran *et alii* consideran que la legibilidad consiste en la comunicación efectiva de la valoración de la información relevante (Loughran *et alii*, 2014). Para otros autores (Smith y Taffler, 1992) al concepto de legibilidad, que es referido al texto, le añaden el concepto de comprensibilidad, que se centra en las cualidades de la persona que lee el informe, pero la relación entre ambos conceptos para el caso del informe anual es tan estrecha que se utilizan las mismas fórmulas para medir el grado de legibilidad y comprensión de estos informes. Hay autores, sin embargo, como Smith y Taffler (1992) para quienes la distinción entre los conceptos de legibilidad y comprensibilidad es importante, y para ello se basan fundamentalmente en la formación contable y financiera de los diferentes grupos que leen el informe. La distinción entre estos dos conceptos es que la comprensión de un texto financiero se centra en el lector y depende de sus conocimientos financieros previos, así como del interés que tenga en la lectura de estos textos, mientras que la legibilidad es una cualidad del texto (Jones, 1996). Posteriormente Jones manifestó que los textos que son difíciles de leer, generalmente son difíciles de comprender (Ferrer *et alii*, 2009). En estas líneas no se entrará en esa distinción y se seguirá el análisis de legibilidad como se hace en la mayor parte de la literatura especializada. Estos autores que se acaban de mencionar utilizan el método CLOZE como método de medida de la comprensibilidad. El método fue diseñado por Wilson S. Taylor en 1953<sup>3</sup> y asume que cuanto mayor es la relación entre el lenguaje del lector y del escritor, mayor es el número de términos completados correctamente (Ferrer *et alii*, 2009).

En la literatura y en las investigaciones que se han llevado a cabo en diferentes latitudes y épocas, con diversidad de empresas y diferentes tipos de análisis de textos, se han utilizado una variedad de fórmulas para medir la legibilidad de un texto<sup>4</sup>. Si lo que se pretende es calibrar la legibilidad de la carta del presidente que generalmente precede a la memoria anual de la empresa, los

3 El método CLOZE para analizar el nivel de comprensión de un sujeto borra algunas palabras del texto, por ejemplo: "Comenzó a llover y me dejé el \_\_\_\_ en casa. Cuando llegué al trabajo estaba totalmente \_\_\_\_.", (Rupley, 1973).

4 Otros autores como Conaway y Wardrope (2010) han incorporado a los estudios de legibilidad los factores culturales. Así, estos autores estudiaron las diferencias en estilo entre 30 empresas americanas y 24 latinas que cotizaban en el NYSE y encontraron que ambos conjuntos de firmas trataban obviamente de aspectos regulatorios y financieros. Sin embargo, las cartas de los presidentes de las empresas latinas introducían otros temas y en un estilo de escritura más complejo.

métodos existentes se basan en la medición de la longitud de la carta, para lo cual se cuentan el número de frases, palabras y a su vez el número de sílabas que éstas contienen. La idea general es que las palabras más cortas son más legibles que las largas, e incluso algunos autores hablan de palabras duras refiriéndose a aquellas que contienen más sílabas. ¿Existe alguna diferencia en el informe anual y, por extensión, en la carta del presidente entre las empresas que se han enfrentado con dificultades como pérdidas o unos ingresos erráticos? La respuesta es afirmativa por parte de algunos autores como Staw *et alii* (1983), Subramanian *et alii* (1993), Bloomfield (2008), (Li, 2008) y Abdul (2014). Por el contrario, otros autores como Clatworthy y Jones (2001), no encuentran diferencias significativas para el caso de resultados adversos.

Entre los que afirman que hay diferencias significativas a la hora de referir en la carta resultados adversos destaca la contribución de Staw *et alii* que acabamos de mencionar en el párrafo anterior. Es uno de los escritos pioneros sobre esta materia y lo trata desde el punto de vista conductista y de la racionalidad. Estos autores llegan a la conclusión que el autor de la carta se esfuerza cuando la empresa no puede aportar buenos resultados, que son atribuibles al equipo directivo y a sus habilidades personales los factores positivos que pueda haber, en tanto que la razón de los negativos hay que buscarla en el entorno. Otro de los hallazgos de esta investigación es que en las empresas que no podían aportar buenos resultados se empleaba más tiempo en hablar del pasado que en las empresas que habían tenido éxito<sup>5</sup>.

### 3.4. FÓRMULAS DE LEGIBILIDAD

Estas fórmulas expuestas principalmente por Fialho *et alii*, (2002) han sido desarrolladas en el ámbito de la literatura anglosajona, lo cual presenta un problema a la hora de aplicarlas en otros idiomas, sin ir más lejos en el castellano, pues la longitud de la carta suele ser mayor al tener que utilizar más palabras para exponer el mismo pensamiento, y a su vez la longitud de las palabras en inglés suele ser menor. En el Cuadro 1 se presentan las fórmulas más utilizadas para realizar el análisis longitudinal de la legibilidad de las cartas.

5 Otro de los datos interesantes estudiados por estos autores fue el cambio que sufrieron los salarios de los CEO de las compañías con malos resultados, la tasa de rotación de los CEO así como los cambios en la cotización de la acción de la empresa.



### Cuadro 1. Índices de legibilidad

#### Índice Dale-Chall

Pronostica la dificultad del texto analizando el vocabulario utilizado y se basa en una relación de 3.000 palabras consideradas como conocidas por un niño de ocho años. La fórmula se basa en el número de palabras desconocidas y el tamaño promedio de las frases. Su índice lo expresa en los siguientes términos:  $(0,1579 \times \% \text{ palabras desconocidas}) + (0,0496 \times \text{tamaño promedio de las frases}) + 3,635$ .

#### Índice de Flesch

Utiliza las variables longitud de las palabras y para ello mide el número de sílabas por cada cien palabras y el número de frases. Su fórmula es:  $206,835 - (0,846 \times \text{n}^\circ \text{ de sílabas por } 100 \text{ palabras}) - (1,015 \times \text{tamaño promedio de las frases})$ . Existen diversas adaptaciones de este método para la lengua española que se utilizarán en estas páginas con este nombre, siendo la adaptación de Fernández Huerta (1959) la que se emplea.

#### Índice de Fog

Es semejante al de Flesch pero selecciona en su análisis palabras con tres o más sílabas a las que llama palabras *duras*. Expresa sus pequeñas diferencias con Flesch con la siguiente fórmula:  $0,4 \times (\text{tamaño promedio de las frases} + \% \text{ de palabras duras})$ .

Otros índices pueden consultarse en la obra citada de Casasola (2007).

Existe además el índice *Bullfighter* desarrollado por la consultora Deloitte en 2003 con resultados similares al índice Flesch.

Fuente: elaboración propia.

Flesch ha sido hasta el momento el índice más usado, debido en gran medida a su facilidad de utilización dentro del procesador de texto Word (Flesch, 1948). Este índice no ha estado exento de críticas, pues como dice Courtis no considera la sintaxis, el estilo, el diseño gráfico, la lógica, la densidad conceptual, el interés humano y la organización (Courtis, 1998). Con todo, Crosier sigue considerándolo un índice útil y el más popular en los estudios de investigación sobre legibilidad de textos. Refuerza su argumento con palabras del propio Flesch, que posteriormente en 1985 tuvo ocasión de exponer y defender su postura en su tesis doctoral leída en la Universidad de Columbia en 1943<sup>6</sup> (Crosier, 2004). Respecto a la escasa diferencia entre la utilización de unos índices

6 El título de la tesis fue "Marks of a Readable Style" (DuBay, 2006).

u otros, también se han expresado en los mismos términos otros autores, por lo que se sugiere que el uso de uno de los métodos aquí mencionados es suficiente (Chiang *et alii*, 2008). El índice de Flesch se ha utilizado en los siguientes campos: libros de texto de enseñanza secundaria, medicina y prospectos farmacéuticos, entre otros.

#### **4. ÁMBITO DEL ESTUDIO**

La reciente crisis financiera afectó de manera particular a nuestro sistema financiero, las cajas de ahorro desaparecieron prácticamente del escenario, algunas se convirtieron en bancos y de otras nunca más se supo. Los bancos, aunque tuvieron un comportamiento algo diferente, les estalló la llamada burbuja inmobiliaria entre las manos. Esta circunstancia tuvo un reflejo inmediato en su estructura financiera, lo que a su vez provocó una bajada de rentabilidad que afectó a todos los bancos, aunque no a todos por igual. Su crecimiento se vio frenado y la economía real sufrió los efectos de las políticas restrictivas del crédito, y nos preguntamos cómo comunicaron esta circunstancia o cómo se enfrentaron con la tormenta casi perfecta y cómo se la contaron a sus accionistas. La pretensión de este estudio se inscribe en ese escenario turbulento y, por ello, pretende analizar las cartas de los presidentes de la memoria anual de los bancos Sabadell, BBVA, Bankinter, Popular y Santander. Nos ceñimos a estos bancos por ser los mayores por su cifra de activo y a que han actuado en el mercado financiero durante el periodo analizado. El horizonte temporal que se marca es desde el inicio de la crisis económico financiera hasta el momento en que la crisis comienza a dar paso a un periodo de lenta recuperación. A tal fin se analizan los informes de los años 2007, 2008, 2010, 2013 y 2014. Se estima que con la selección de estos cinco años ya se ofrece un panorama suficiente sobre la actuación de la empresa durante la entrada y desarrollo en el tiempo a lo largo de la crisis.

Cuando se tiene entre las manos un documento tan importante y tan leído como la carta del presidente, caben una variedad de aproximaciones para proceder a su análisis. Desde la forma externa de la narración a su tono, contenido y posturas que pueden adoptar las personas físicas o jurídicas que pueden verse afectadas por la carta y otras cuestiones.

La carta como forma de narración pretende informar al accionista de los hechos pasados y presentar una visión del futuro de la empresa. El mensaje que se transmite debe tener efectividad entre los accionistas y los grupos de interés de la empresa. A efectos de alcanzar esta efectividad, los argumentos que utiliza el presidente deben estar incardinados en cuatro dimensiones, como apuntan Segars y Kohut (Segars y Kohut, 2001). Estos autores entienden estas

dimensiones como la credibilidad, la eficacia, el compromiso y la responsabilidad. Más tarde añaden a estas dimensiones el desempeño o la *performance*.

Un ejemplo sin duda de estas cuatro dimensiones es el que presenta una de las empresas más rentables del mundo a lo largo de los últimos 30 años, Berkshire Hathaway, en cuyo informe anual la carta aparece redactada en primer lugar por su presidente Warren Buffett (Soltis, 2012). El enfoque o filosofía personal del *oráculo de Omaha*, como se conoce al señor Buffett, aparece en el Cuadro 2.

**Cuadro 2.** Reglas para redactar la carta del presidente según Warren Buffett

Regla 1. Domina el arte de la modestia. *El Vicepresidente y yo estamos contentos...*

Regla 2. Atribuye el éxito al Consejo de Administración. *El deber más importante del consejo es asegurarse de que la compañía está dirigida por el personal más apropiado y que ya se sabe quién va a dirigir la empresa en el futuro. Yo me he sentado en 19 consejos de administración y les puedo asegurar que el consejo de Berkshire es de los mejores.*

Regla 3. Menciona la cuestión de la sucesión sin dar la impresión que estás buscando una residencia de ancianos. *El consejo contempla con entusiasmo a mi sucesor, pero no creáis por ello que me voy a retirar. Me encanta lo que hago.*

Regla 4. Sus accionistas han olvidado tu modelo de empresa. Recuérda-selo. *El negocio de seguros continúa dando grandes réditos y con muy poco coste. Por consiguiente el negocio de seguros ha sido bueno para nosotros.*

Regla 5. Recuerda que la avaricia es algo universal, aunque no personal necesariamente, después de todo estamos hablando de dinero. *Esperamos que el conjunto de beneficios de nuestras cuatro unidades de negocio así como los dividendos sigan aumentando año tras año. Dentro de diez años esperamos que nuestros beneficios alcancen la cifra de 7.000 millones de dólares y los dividendos de 2.000 millones de dólares.*

Regla 6. Si hay malas noticias díselas sin rodeos, así no tendrán que tomar notas. *Se me han terminado las buenas noticias. Hace unos pocos años invertí 2.000 millones de dólares en una empresa eléctrica y fue un fracaso. El año pasado os dije que habría un repunte en el sector de la vivienda y me equivoqué totalmente.*

Regla 7. Utiliza las particularidades de tu negocio para mostrar a Wall Street cómo nos deben medir. *Medimos nuestro negocio en términos de beneficio*

*por acción. Si ganamos más que la media de S&P 500 hemos ganado nuestro sueldo, de lo contrario nos han pagado demasiado.*

*Regla 8. Habla sobre tu equipo desde la perspectiva de los accionistas mostrándoles que son tan diligentes como el director general. Nuestros directivos son todos profesionales de primera que dirigen la empresa como si fuese el único activo que poseyera su familia. La mayoría de ellos no tienen necesidades financieras; pero la alegría de meter goles significa para ellos tanto como su sueldo.*

Así pues, de acuerdo con los índices elaborados por Flesch, se concretan unos niveles de legibilidad o comprensión de la lectura que el autor clasifica según la puntuación alcanzada con su fórmula (Flesch, 1946). En la primera fórmula sólo aparecían las columnas grado de dificultad y promedio de palabras por sentencia, ya que este promedio era muy interesante para Flesch pues estimaba que cuando una sentencia encerrara mayor número de palabras, hacía más difícil su comprensión según publicó en su libro *The art of plain talking* (Flesch, 1946). Más tarde, en 1949, en su libro *The art of readable writing* incorporó la columna "Promedio de sílabas cada 100 palabras", pues sus investigaciones sobre revistas, periódicos y literatura infantil le llevaron a esas conclusiones. El razonamiento es el mismo que para las sentencias, a mayor número de sílabas por cada 100 palabras se incrementaba el grado de dificultad del texto. Véase esta graduación en el Cuadro 3.

**Cuadro 3.** Índice de Flesch

<b>Escala</b>	<b>Grado de dificultad</b>	<b>Promedio de palabras por sentencia</b>	<b>Promedio de sílabas cada 100 palabras</b>
0-30	Muy difícil	29 o más	192 o más
30-50	Difícil	25	167
50-60	Dificultad media	21	155
60-70	Estándar	17	147
70-80	Bastante fácil	14	139
80-90	Fácil	11	131
90-100	Muy fácil	8 o menos	123 o menos

Fuente: Flesch 1946, 1949 y adaptación propia.

## 5. ANÁLISIS DE RESULTADOS

En primer lugar se ha de decir que este índice de facilidad/dificultad de lectura sigue la fórmula desarrollada por Flesch y adaptada por Fernández Huerta al idioma castellano (Fernández Huerta, 1959).

Podría decirse desde un punto de vista general y ciertamente con muchas matizaciones, que un mensaje que encierre noticias desfavorables se intenta maquillar con un lenguaje más oscuro, con mayor número de palabras por frase y también que un mayor número de sílabas por palabra convierten a ésta en lo que se podría denominar una palabra *dura* en oposición a una palabra más sencilla.

**Cuadro 4.** Análisis legibilidad

<b>2007</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
Sílabas	3.132	2.361	2.485	2.807	4.557
Palabras	1.508	1.162	1.177	1.300	2.088
Frases	47	55	65	76	95
Promedio sílabas/palabra	2,08	2,03	2,11	2,16	2,18
Promedio palabras/frase	32,09	21,13	18,11	17,11	21,98
Índice Flesch	45,36	59,12	57,19	55,21	48,89
Grado	Algo difícil	Normal	Normal	Normal	Normal
Activo (000)	49.648	107.169	76.776	502.2	619.9
ROA	0,79	1,37	1,08	1,49	1,09
ROE	36,96	21,31	18,77	27,45	22,61

<b>2008</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
Sílabas	2.891	2.867	2.983	2.870	3.399
Palabras	1.411	1.375	1.420	1.368	1.630
Frases	90	47	45	69	89
Promedio sílabas/palabra	2,11	2,08	2,10	2,10	2,09
Promedio palabras/frase	15,68	29,26	31,56	19,83	18,31
Índice Flesch	59,54	48,13	44,41	56,31	58,61

Grado	Normal	Algo difícil	Algo difícil	Normal	Normal
Activo (000)	53.469	110.376	80.378	542.6	1049.6
ROA	0,51	1,04	0,88	1,07	0,97
ROE	23,22	16,73	14,68	19,27	17,09

<b>2010</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
Sílabas	2.487	3.621	2.823	2.723	4.171
Palabras	1.187	1.753	1.315	1.298	1.980
Frases	45	67	41	56	107
Promedio sílabas/palabra	2,10	2,07	2,15	2,10	2,11
Promedio palabras/frase	26,38	26,16	32,07	23,60	18,50
Índice Flesch	49,93	51,98	41,02	52,54	57,09
Grado	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Normal
Activo (000)	54.151	130.139	97.099	552.7	1.217.5
ROA	0,39	0,47	0,46	0,54	0,74
ROE	5,84	7,16	7,27	9,89	11,89

<b>2013</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
Sílabas	3.807	2.434	3.419	3.333	4.934
Palabras	1.805	1.082	1.629	1.606	2.354
Frases	53	52	39	58	119
Promedio sílabas/palabra	2,11	2,25	2,10	2,08	2,10
Promedio palabras/frase	34,06	20,81	41,77	27,69	19,78
Índice Flesch	41,38	45,88	34,31	49,85	56,47
Grado	Algo difícil	Algo difícil	Muy difícil	Algo difícil	Normal
Activo (000)	55.135	147.851	163.44	599.5	1.115.763
ROA	0,33	0,16	0,10	0,36	0,42
ROE	5,88	2,36	1,83	5,09	6,59

<b>2014</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
Sílabas	5.458	1.244	3.555	2.068	4.530
Palabras	2.584	593	1.684	968	2.144
Frases	123	28	73	31	132
Promedio sílabas/palabra	2,11	2,10	2,11	2,14	2,11
Promedio palabras/frase	21,01	21,18	23,07	31,23	16,24
Índice Flesch	54,23	54,96	52,25	42,51	58,96
Grado	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Normal
Activo (000)	57.732	161.456	165.345	631.942	1.266.296
ROA	0,50	0,22	0,23	0,45	0,62
ROE	8,23	2,87	3,75	5,87	8,71

Fuente: elaboración propia.

Se analiza en primer lugar el año previo a la crisis de 2007 y a continuación el 2008, cuando ya la crisis empieza a golpear a la economía española en general y a los bancos en particular. Posteriormente se saltan los años 2009, 2011 y 2012 porque se pretende analizar las tendencias que han seguido los bancos durante la crisis, siendo los dos últimos años 2013, todavía en crisis, y concluyendo con 2014, que es cuando da la impresión que se empieza a salir de la situación de crisis.

Hemos introducido en este cuadro para todos los bancos algo que no figura en el índice de Flesch, que es la cifra del activo y las ratios ROA (Rentabilidad del activo) y ROE (Rentabilidad de los recursos propios). Con ello pretendemos ofrecer una idea del tamaño del banco en el año objeto de análisis, así como la rentabilidad económica y financiera por si existiera alguna relación entre estas rentabilidades y el grado de legibilidad de la carta. En todo caso, ya Bowman en 1978 apuntó la necesidad no solamente de contar palabras y frases, sino la de incluir en la carta el ROA y ROE de las entidades analizadas para que pudiera establecerse una comparación entre las ratios de competencia (Bowman, 1978).

Año 2007. La primera parte del cuadro está referida a los resultados del año 2007, cuando todavía no se habían sentido ni eran patentes los efectos de la crisis económico financiera. Con todo, se observan algunas pautas este año 2007 que ya se verá si se confirman en los próximos periodos. A primera vista

la carta más breve es la del Banco Popular, que se aprecia tanto en el número de sílabas como palabras, siendo la carta de mayor longitud la del Banco Santander. A este último le sigue en longitud la de Bankinter. Es cierto, como ya se ha mencionado anteriormente, que estas características dependen del departamento de comunicación de la empresa, pero en cualquier caso el presidente que firma la carta parece estar de acuerdo con todos los pormenores que figuran en la carta.

En cuanto al grado de dificultad o facilidad de lectura, resulta más fácil la del Popular seguida de la del Sabadell. Asimismo, la más difícil resulta la de Bankinter seguida por el Santander en cuanto a dificultad se refiere. Resultan anómalos los datos económico financieros de Bankinter, pues es la entidad con un ROA más bajo y un ROE más elevado, lo que requiere un análisis más profundo de los datos. Examinando la puntuación total del índice Flesch, los datos del BBVA en su conjunto van parejos con la sabiduría convencional del mejor ROA y un buen ROE van acompañados de una fácil lectura.

Año 2008. A juzgar por los resultados del test de legibilidad, empiezan a notarse los efectos de la crisis. Si bien todos los bancos que se analizan siguen creciendo, cuando se contempla su activo total todos crecen en esta partida. Sin embargo, tanto el ROA como el ROE sufre un deterioro en todos ellos. A la pregunta de cómo se refleja esta situación en la legibilidad de la carta de los cinco grandes bancos, hay que responder que el BBVA y el Santander se mantuvieron en la calificación de una legibilidad Normal, y mejorando ambos la legibilidad, si cabe algo más el Santander. En cuanto a Bankinter, pasa de una situación Algo difícil a Normal siendo el más legible este año 2008. Tanto el Popular como el Sabadell pasan de una situación Normal a Algo difícil, siendo la carta del Sabadell la menos legible de todas y obteniendo el ROE más bajo. La carta más larga sigue siendo la del Santander, tanto por número de palabras como de sílabas. Aumenta también el promedio de palabras por frase en el Popular y Sabadell, que a su vez son los del ROE más bajo. Este mayor número de palabras por frase, comparado con los demás, parece ser un indicador de que usan un lenguaje más enrevesado de cara a explicar unos malos resultados.

Año 2010. Nos encontramos ya con las ratios del año 2010, que en su comparación con el año 2008 nos revela que estas entidades siguen creciendo, como se observa en la ampliación de la cifra de su activo. Continúan descendiendo para todas las entidades las ratios de ROA y ROE, lo cual es un indicador del asentamiento de la crisis en nuestros bancos. Las cartas del presidente, a juzgar por el número de palabras, se hacen más breves con la excepción del Popular y Santander. Al observar el promedio sílabas/palabra y palabras/frase hay un incremento en sólo dos entidades, Santander y Sabadell. El crecimiento de estas ratios en el Santander no es muy significativo, pero sí el del Sabadell,



y no resulta muy descaminado apuntar que esta última entidad sigue sin mostrar una tendencia de escribir con un lenguaje más breve y menos prolijo en aras de una mayor claridad y comprensión. En cuanto al índice Flesch se refiere, el Santander se mantiene en una calificación de Normal, descendiendo a Algo difícil en el resto de las entidades. Observando las cifras alcanzadas, resulta sin duda el Sabadell como el banco de mayor dificultad de lectura.

2013. Es el año en que se comienza a hablar de salida de la crisis según los analistas financieros, situación que no se aprecia en el análisis de las cuentas presentadas. Ha seguido aumentando el volumen del activo en todas las entidades, pero se aprecia un notable empeoramiento en las ratios ROA y ROE de todos los bancos, con la excepción del ROE de Bankinter.

En cuanto a la legibilidad de la carta, se percibe en todos ellos un empeoramiento a grandes rasgos, a juzgar por el resultado del índice Flesch. La longitud de la carta aumenta en todos los casos excepto en el Popular. Da la impresión de que en su mensaje a los accionistas y posibles inversores, los autores de las cartas de los otros cuatro bancos sentían la necesidad de utilizar más espacio para explicar la difícil situación por la que estaban atravesando. El número medio de palabras por frase aumenta en todos los escritos. Son párrafos más espesos, como apuntó Flesch en su momento (Flesch, 1948). El mensaje en su conjunto, a juzgar por la puntuación del índice Flesch que desciende en todo el conjunto, se torna más difícil de leer en todos los bancos, apareciendo incluso por primera vez una calificación de Muy difícil. Santander es el único banco que obtiene una calificación de Normal, pero su puntuación es todavía peor que los dos periodos anteriores.

Año 2014. Los medios de comunicación, el gobierno y las mismas cartas de los presidentes, éstos con algunos matices, nos anuncian que lo peor ha quedado atrás. En esta línea de pensamiento se puede observar que la cifra de activo crece y ROA y ROE mejoran en todos los bancos, es decir, han crecido y son más rentables desde el punto de vista económico y financiero.

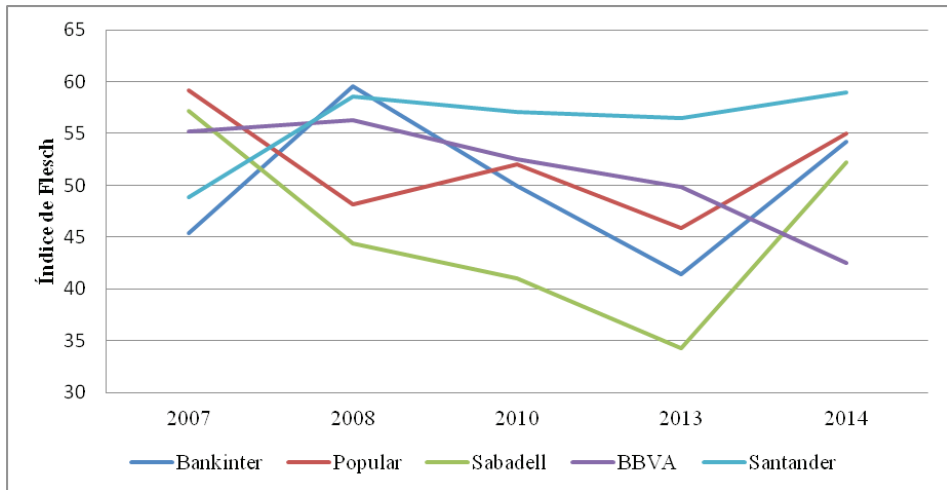
En lo que respecta al análisis de la legibilidad, hay más variedad de calificaciones en todos los bancos y sus diferentes medidas. La puntuación del índice aumenta en todos los casos excepto en el BBVA, pero la calificación sigue siendo Algo difícil para todos con la excepción del Santander, que sigue con su calificación de Normal y con mejor puntuación que en el año 2013. En este banco se produce un cambio en la presidencia, pero no se han detectado más cambios en lo que a legibilidad se refiere, ni en otros aspectos relacionados con la memoria.

Esa variedad de las diferentes rúbricas se aprecia con la visión del cuadro. El número de palabras crece en el Bankinter, se mantiene prácticamente igual en el Sabadell y baja en el resto. El número de frases crece en el Bankinter y Saba-

dell y baja en el resto. Se aprecia, asimismo, variedad en el promedio de palabras por frase: a mayor número de palabras resultan párrafos más espesos, y así hay un aumento en el Popular y BBVA y una disminución en el resto de bancos.

En el Gráfico 3 se observa la tendencia conjunta del Índice de Flesch para los cinco bancos en el periodo de tiempo analizado.

**Gráfico 3.** Índice de Flesch. Tendencias conjunto.



Fuente: elaboración propia.

## 6. CONCLUSIONES

La estrategia tiene dos vertientes: por un lado el discurso y la formulación estratégica y, por otro lado, la aplicación o práctica estratégica. De acuerdo con los postulados de la teoría de la agencia, los accionistas, a quienes se les conoce como principales dentro de esta teoría, generalmente encargan a unos agentes que actúen en su nombre tanto para formular la estrategia como para ponerla en práctica. Se espera de estos agentes que estén en contacto con la empresa, que la dirijan de acuerdo con los objetivos que les señalan los principales y que den cuenta y razón a éstos del desempeño de la empresa.

Un modo de ofrecer esta explicación es a través del Informe anual, fundamentalmente con un contenido económico y financiero y que además es exigido por la normativa vigente para las sociedades cotizadas. Una parte importante de esta memoria anual es la carta del presidente de la empresa, que suele aparecer al comienzo de la memoria y en ella narra a los accionistas cuál ha sido el devenir de la empresa durante el año fiscal que acaba de concluir. A nadie se

le escapa que esta carta anual, en la mayoría de los casos, no es del puño del presidente, sino de un equipo que redacta la carta siguiendo las directrices del presidente y que éste asume personalmente como propia.

El principal destinatario de la carta del presidente es el grupo de inversores de la empresa, pero la carta también es leída y examinada por analistas financieros, posibles inversores, empleados de la empresa y otros grupos de interés. La carta tiene las características de un discurso o narración estratégica, pues en ella se describe la actuación de la empresa como decíamos anteriormente.

El análisis de la carta del presidente no es materia baladí, y para ello los especialistas suelen ayudarse del cuadrado semiótico como una herramienta de análisis de textos literarios. El cuadrado semiótico cumple el propósito de actuar como marco referencial de la estrategia empresarial, y en él subyacen también los postulados de la teoría de la agencia, ofreciéndonos la posibilidad de analizar si los agentes son legítimos, si han cumplido su misión y si su discurso estratégico se ajusta a la verdad.

Lo que se espera de la carta del presidente, en primer lugar, es que sea legible y comprendida por sus destinatarios. En este aspecto, la cuestión de la legibilidad de los textos en general, y de los informes económico financieros en particular, no es algo novedoso, aunque en los últimos tiempos ha despertado un nuevo interés. Los análisis de legibilidad más al uso emplean diferentes fórmulas que cuentan las palabras que hay en el texto, su número de sílabas, la longitud de las sentencias para llegar a la conclusión y si la lectura resulta fácil o difícil para el destinatario del texto.

En este campo, se han desarrollado una serie de índices que cuantifican los resultados llegando a la conclusión sobre el grado de dificultad o facilidad de la lectura de un texto. Nosotros utilizamos el índice de Flesch (Flesch 1948 y Fialho *et alii* 2002), adaptado al lenguaje castellano por Fernández Huerta (Fernández Huerta, 1959).

Nuestro ámbito de estudio se circunscribe al análisis de las cartas de los presidentes de los bancos Bankinter, Popular, Sabadell, BBVA y Santander. La elección de estos bancos se debe a su tamaño de activo en comparación con otros bancos, y a que existían antes de la crisis y salieron airosos de ella. Por ello comenzamos el análisis en el año 2007, cuando se vislumbraba la posibilidad de la crisis, y concluimos con los informes de 2014, cuando para esta fecha la salida de la crisis era ya cercana.

La información que se espera de estos índices de legibilidad es que ante situaciones difíciles, las cartas de los presidentes se hacen más farragosas y oscuras en su lenguaje, y su lectura puede ser catalogada en una escala que va de Muy difícil a Muy fácil. Un resumen del resultado de los bancos aparece en el Cuadro 5.

**Cuadro 5.** Resumen de resultados de la legibilidad de la carta del presidente

	<b>Bankinter</b>	<b>Popular</b>	<b>Sabadell</b>	<b>BBVA</b>	<b>Santander</b>
<b>2007</b>	Algo difícil	Normal	Normal	Normal	Normal
<b>2008</b>	Normal	Algo difícil	Algo difícil	Normal	Normal
<b>2010</b>	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Normal
<b>2013</b>	Algo difícil	Algo difícil	Muy difícil	Algo difícil	Normal
<b>2014</b>	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Algo difícil	Normal

Fuente: elaboración propia.

Así el año 2007, cuando el fenómeno de la crisis no es todavía patente, la mayoría de los bancos tienen un grado de dificultad Normal. En 2008, ya con la crisis golpeando a los bancos, sólo dos tienen una calificación de Algo difícil. Sin embargo, a partir de este año se detecta un mayor grado de dificultad de lectura en todos los bancos, excepto en el Santander que se mantiene siempre en la calificación de Normal. Como futura línea de investigación se sugiere realizar un análisis de contenidos, es decir, de los temas tratados en las cartas de los presidentes de estos bancos.

**7. BIBLIOGRAFÍA**

ABDUL RAHMAN, Zahra (2014), "A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narrative in Corporate Reports: Malaysian Evidence", *International Journal of Social Management, Economics and Business Engineering*, Volumen 8, Número 7, páginas 2007-2014.

ANDREWS, Kenneth (1977), *El concepto de estrategia de la empresa*, EUNSA, Pamplona.

BAKER III, Eugene H. y KARE, Dilip D. (1992), "Relationship Between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance" *Management Research News*, Volumen 15, Número 1, páginas 1-4.

BALOGUN, Julia; JACOBS, Claus; JARZABKOWSKI, Paula; MANTERE, Saku y VAARA, Eero (2014), "Placing Strategy Discourse in Context: Sociomateriality, Sensemaking, and Power", *Journal of Management Studies*, Volumen 51, Número 2, páginas 175-201.

BARRY, David y ELMES, Michael (1997), "Strategy Retold: Toward a Narrative View of Strategic Discourse", *Academy of Management Review*, Volumen 22, Número 2, páginas 429-452.

BETTMAN, James R. y WEITZ, Barton A. (1983), "Attributions in the Board Room:

- Causal Reasoning in Corporate Annual Reports”, *Administrative Science Quarterly*, Volumen 28, Número 2, páginas 165-183.
- BLOOMFIELD, Robert (2008), “Discussion of ‘Annual report readability, current earnings, and earning persistence’”, *Journal of Accounting and Economics*, Volumen 45, Números 2-3, páginas 248-252.
- BOWMAN, Edward H. (1978), “Strategy, Annual Reports, and Alchemy”, *California Management Review*, Volumen 20, Primavera, páginas 64-71.
- BURGER, Jan, *Cómo leer un informe de la empresa*, sin fecha de publicación, [www.sivz.com](http://www.sivz.com), consultado en la Web 07.09.2015.
- CASASOLA BALSELLS, María Araceli (2007), “¿QUIÉN PUEDE LEER LA CARTA DEL PRESIDENTE?”, [www.aeca1.org/xivcongresoaeaca](http://www.aeca1.org/xivcongresoaeaca), páginas 1-12.
- CHIANG, Wei-Chih; ENGLEBRECHT, Ted D.; PHILLIPS, Thomas Jr. y WANG, Ying. (2008), “Readability of Financial Accounting Principles Textbooks”, *The Accounting Education Journal*, Volumen 18, páginas 47-80.
- CINICI, Maria Cristina y DUNBAR, Roger L.M. (2012), “Semiotic methods and the meaning of strategy in firm annual reports”, en *Handbook of research on Competitive Strategy*, editado por Dagnino, Giovanni Battista, Edward Elgar Publishing, Inc., Northampton, Mass.
- CLATWORTHY, Mark y JONES, Michael John (2001), “The effect of thematic structure on the variability of annual report readability”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volumen 14, Número 3, páginas 311-326.
- CNMV (2015), *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV, Madrid.
- CONAWAY, Roger N. y WARDROPE, William J. (2010), “Do Their Words Really Matter? Thematic Analysis of U.S. and Latin American CEO Letters”, *International Journal of Business Communication*, Volumen 47, Número 2, páginas 141-168.
- COURTIS, John K. (1986), “An investigation into annual report readability and corporate risk-return relationships”, *Accounting and Business Research*, Volumen 16, Número 64, páginas 285-294.
- COURTIS, John K. (1995), “Readability of annual reports: Western versus Asian evidence”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volumen 8, Número 2, páginas 4-17.
- COURTIS, John K. (1998), “Annual report readability: tests of the obfuscation hypothesis”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volumen 11, Número 4, páginas 459-472.
- CROSIER, Keith (2004), “How effectively do marketing journals transfer useful learning from scholars to practitioners?”, *Marketing Intelligence & Planning*, Volumen 22, Número 5, páginas 540-556.

- DELOITTE (2003), "Taking Bull by the Horns; Deloitte Consulting Introduces Bullfighter Software to Eradicate Business Jargon", *Business Wire*, 17 de junio: 1.
- DRUCKER, Peter F. (2011), *Managing in Turbulent Times*, Routledge, Nueva York.
- DUBAY, William H. (2006), *The Classic Readability Studies*, Costa Mesa, California. Disponible en Internet: [www.ecy.wa.gov/quality/plaintalk/resources/classics.pdf](http://www.ecy.wa.gov/quality/plaintalk/resources/classics.pdf).
- ECO, Umberto (1975), *La estructura ausente. Introducción a la semiótica*, Lumen, Barcelona.
- ECO, Umberto (2007), "Sobre semiótica y pragmatismo", *Revista Observaciones Filosóficas*, número 47, disponible en [www.observacionesfilosoficas.net/umbertoeco.html](http://www.observacionesfilosoficas.net/umbertoeco.html).
- ESCANDELL, M. Victoria (2011), *Introducción a la pragmática*, Ariel, Barcelona.
- FERNÁNDEZ HUERTA, José. (1959), "Medida de lecturabilidad", *Consigna*, Número 214, páginas 29-32. Citado por Casasola (2007).
- FERRER GARCÍA, Cristina, PASCUAL GASPAS, Eva y LAÍNEZ GADEA, Juan Antonio (2009), "Legibilidad y Comprensibilidad de la información individual y consolidada en las empresas cotizadas españolas", XV Congreso AECA.
- FIALHO, Ana, FUERTES, Yolanda y PASCUAL, Eva. (2002), "La carta del presidente a sus accionistas", *Partida Doble*, Marzo, Número 131, páginas 52-63.
- FIOL, Marlene C. (1989), "A Semiotic Analysis of Corporate Language: Organizational Boundaries and Joint Venturing", *Administrative Science Quarterly*, Volumen 34, Número 2, páginas 277-303.
- FLESCH, Rudolf (1946), *The Art of Plain Talk*, Harper & Row, Nueva York.
- FLESCH, Rudolf (1948), "A New Readability Yardstick", *Journal of Applied Psychology*, Volumen 32, Número 3, páginas 221-233. Reproducido en DuBay, William (2006) citado más arriba.
- FLESCH, Rudolf (1949), *The Art of Readable Writing*, Harper & Row, Nueva York.
- FOY, Fred C. (1973), "Annual reports don't have to be dull", *Harvard Business Review*, Volumen 51, Número 1, páginas 49-58.
- HEATH, Robert L. y PHELPS, Greg (1984), "Annual reports II: readability of reports vs. business press", *Public Relations Review*, Summer, páginas 56-62.
- HOSKINS, Robert (1984), "Annual reports I: difficult reading and getting more so", *Public Relations Review*, Summer, páginas 49-55.
- JAMESON, Daphne A. (2000), "Telling the Investment Story: A Narrative Analysis of Shareholder Reports", *Journal of Business Communication*, Volumen 37, Número 1, páginas 7-38.

- JARZABKOWSKI, Paula, BALOGUN, Julia y SEIDL, David (2007), 'Strategizing: the challenges of a practice perspective', *Humana Relations*, Volumen 60, Número 1, páginas 5–27.
- JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Volumen 3, Número 4, páginas 305-360.
- JONES, Michael John (1996), "Readability of Annual Reports: Western versus Asian evidence – a comment to contextualize", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volumen 9, Número 2, páginas 86-91.
- KOHUT, Gary F. y SEGARS, Albert H. (1992), "The President's Letter to Stockholders: An Examination of Corporate Communication Strategy", *Journal of Business Communication*, Volumen 29, Número 1, páginas 7-21.
- KUMAR, Gaurav (2014), "Determinants of Readability of Financial Reports of U.S.-Listed Asian Companies", *Asian Journal of Finance & Accounting*, Volumen 6, Número 2, páginas 1-18.
- LEHAVY, Reuven; LI, Feng y MERKLEY, Kenneth (2011), "The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, Volumen 86, Número 3, páginas 1087–1115.
- LI, Feng (2008), "Annual report readability, current earnings, and earnings persistence". *Journal of Accounting and Economics*, Volumen 45, Número 2, páginas 221–247.
- LILLEY, Simon (2001), "The language of Strategy". En Westwood, Robert I. y Linstead, Stephen A. Editors, *The Language of Organization*, Sage, Londres, páginas 66-88. Citado por Balogun.
- LOUGHRAN, Tim y MCDONALD, Bill (2014), "Measuring Readability in Financial Disclosures", *The Journal of Finance*, Volumen LXIX, Número 4, páginas 1643-1671.
- NILSSON, Stellan (1997), "Understandability of narratives in annual reports", *Journal of Technical Writing and Communication*, 27, 361-84.
- PASHALIAN, Siroon y CRISSY, William J.E. (1952) "Corporate annual reports are difficult, dull reading, human interest value low", *Journal of Accountancy*, Volumen 94, Número 178, páginas 215-219.
- PFEFFER, Jeffrey (1981), "Management as symbolic action: The creation and maintenance of organizational paradigms", en Larry L. Cummings y Barry M. Staw (editores) *Research in Organizational Behavior*, JAI Press, Greenwich.
- ROMERA CASTILLO, José (1991), "Introducción a la semiótica", *Actas del Curso Introducción a la Semiótica*, UNED, Madrid.



- RUPLEY, William (1973), "ERIC/RCS: The Cloze Procedure", *Journal of Reading*, Volumen 16, Número 6, páginas 496-502.
- SEC (1998), *A Plain English Handbook. How to create clear SEC disclosure documents*, SEC Office of Investor Education, Washington, D.C.
- SCHROEDER, Nicholas y GIBSON Charles (1990), "Readability of Management's Discussion and Analysis", *Accounting Horizons*, Volumen 4, Número 4, páginas 78-87.
- SEGARS, Albert H. y KOHUT, Gary F. (2001), "Strategic Communication Through the World Wide Web: An Empirical Model of Effectiveness in the CEO'S Letter to Shareholders", *Journal of Management Studies*, Volumen 38, Número 4, páginas 535-556.
- SMITH, Malcolm y TAFFLER, Richard (1992), "Readability and Understandability: Different Measures of Textual Complexity of Accounting Narrative", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volumen 5, Número 4, páginas 84-98.
- SOLTIS MARTEL, Chiryl (2012), "Power of the Pen: Best Annual Letters", *Fortune*, julio 2012.
- STAW, Barry M., MCKECHNIE, Pamela I, y PUFFER, Sheila M. (1983), "The Justification of Organizational Performance", *Administrative Science Quarterly*, Volumen 28, Número 4, páginas 582-600.
- SUBRAMANIAN, Ram; INSLEY, Robert G. y BLACKWELL, Rodney D. (1993), "Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations", *Journal of Business Communication*, Volumen 30, Número 1, páginas 49-61.
- TAYLOR, Wilson L. (1953), "Cloze procedure: A new tool for measuring readability". *Journalism Quarterl*, Volumen 30, páginas 415-433. Citado por Rupley.
- TENA Arregui, Rodrigo (2015), "Capitalismo de amiguetes y gobierno corporativo: el caso Indra". <http://haydrecho.com/>. Publicado 23 de febrero de 2015.