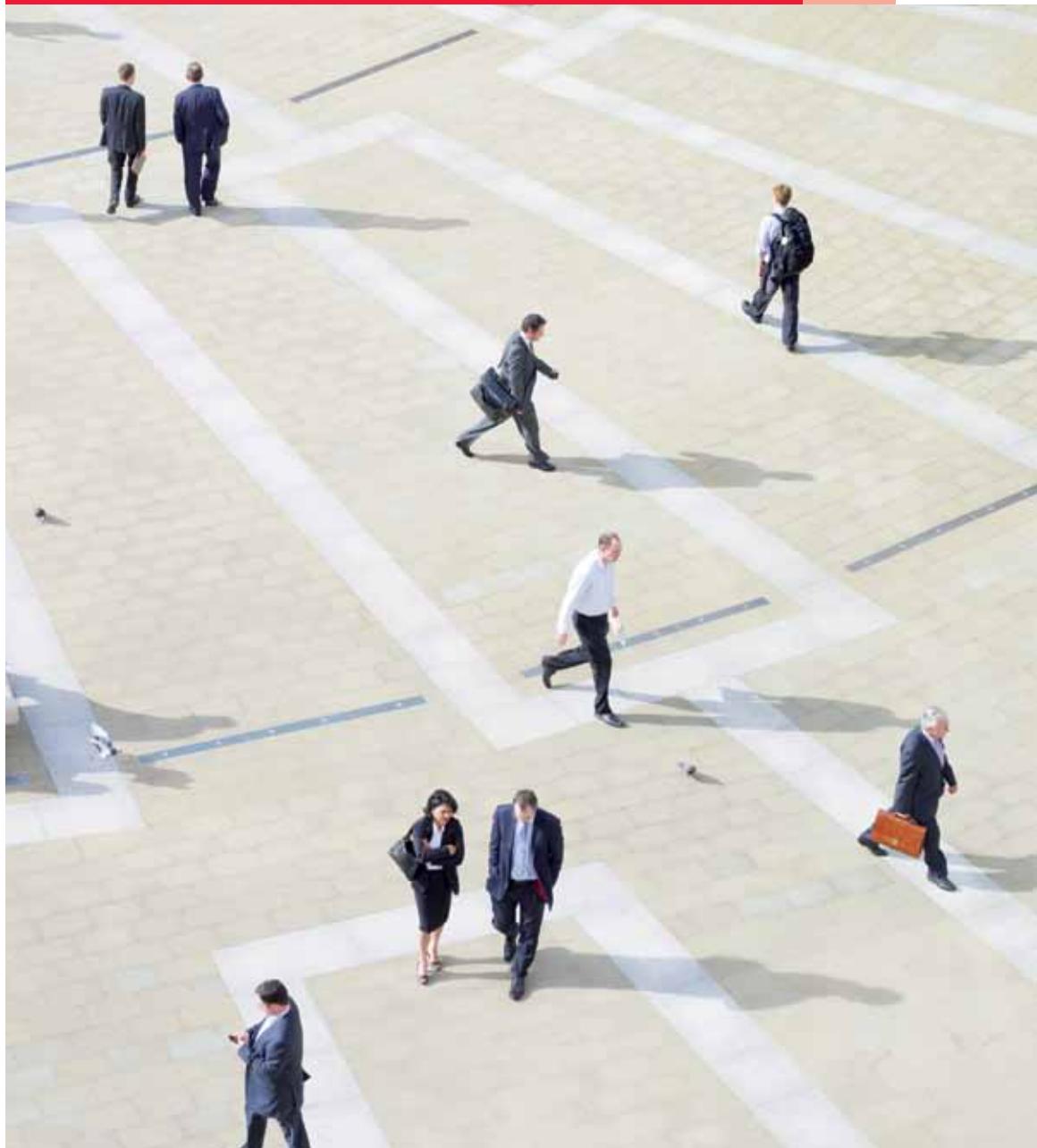


# *¿En qué mercado cotizar?*

Guía para compañías españolas que estén considerando cotizar en España, América Latina, Reino Unido o Estados Unidos







## Índice

Introducción	4
Los principales mercados	10
Comparativa de las OPVs más recientes	17
Las 10 OPV's de mayor tamaño en América Latina durante 2011	18
Notas sobre las OPV's en América Latina durante 2011	20
Un proceso complejo	23
Salida a bolsa. Calendario estándar de tareas	24
Conclusión	25
Dónde encontrar mayor información	26
Contactos	27

# Introducción



La decisión sobre en qué mercado cotizar para financiarse en los mercados de capitales es compleja. Comprender las diferencias, ventajas y desventajas entre las diferentes bolsas del mundo con el objeto de determinar cuál es el mercado que mejor se adapta a las necesidades únicas de la compañía representa un aspecto clave dentro del proceso de análisis estratégico de la Oferta Pública de Venta o Suscripción (“OPV” / “OPS”).

Durante los últimos años, numerosos factores han influido en una tendencia global alcista en lo que respecta a emisiones de deuda y acciones en los mercados de capitales. Teniendo en cuenta que los mercados y las compañías se hacen cada vez más globales, la decisión sobre dónde captar capital y cotizar se vuelve más compleja. Hay que considerar varios factores para determinar cuál es la mejor opción para la compañía. Asimismo, una adecuada planificación ayudará a la compañía a cumplir con los requerimientos de compañía cotizada, así como a alcanzar las expectativas requeridas por los diferentes tipos de inversores.

Después de haber decidido que una oferta pública es el próximo paso y el más apropiado en el desarrollo de la compañía, una de las decisiones importantes es determinar qué bolsa se adapta mejor según los objetivos a corto y largo plazo. Las opciones cuando se trata de cotizar, por lo general, incluyen las siguientes:

- Cotizar en el mercado nacional.
- Cotización doble: mercado nacional y otro mercado extranjero.
- Cotizar en una bolsa distinta a la bolsa local.

Teniendo en cuenta el importante nivel de inversión que poseen las compañías españolas en América latina, y el proceso de internacionalización llevado a cabo durante las últimas décadas, la opción de captar capitales en estos mercados emergentes deja de ser remota; por lo que mercados de valores como Brasil, México, Chile, Colombia y Perú<sup>1</sup> deberían ser considerados como fuentes alternativas de financiación.

Elegir el mercado más apropiado puede que no resulte una tarea sencilla y dependerá de los objetivos marcados por los directivos con la propia salida a bolsa, considerando las ventajas y requisitos de cada mercado y cómo se ajustan a la situación particular de la compañía. Para determinar cuál es la mejor opción disponible en este proceso de análisis y cuál es el mercado más idóneo para la compañía, hemos destacado algunos de los factores importantes que deben considerarse, así como las diferencias y similitudes más significativas entre algunas de las bolsas de valores en España, América Latina, Reino Unido y Estados Unidos.

<sup>1</sup> Las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú se han integrado a través del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), con el objetivo de liderar el mercado de acciones más grande de América Latina, gracias a la integración de sus plataformas de negociación.



#### Algunos factores incluyen:

##### Valoraciones

- Ciertas industrias y tipos de compañías pueden obtener valoraciones favorables y diferentes dependiendo del mercado, debido a la presencia de competidores, expectativas de crecimiento y percepción del riesgo por parte de los diferentes inversores participantes en cada mercado.

##### La localización de las operaciones comerciales de la compañía e internacionalización

- La ubicación principal de las operaciones de la compañía puede afectar al apetito inversor siendo este un factor relevante para cotizar en el mercado doméstico o en uno extranjero.
- El grado de desarrollo de la compañía podría ajustarse mejor a un mercado en particular. Una compañía que desee salir en un nuevo mercado, o conseguir una mayor visibilidad o reconocimiento en un mercado en particular, puede optar por cotizar en el mismo como una estrategia para conseguir una mayor exposición a nuevos clientes, proveedores y accionistas locales.

##### Mercado y relación con el inversor

- Las interacciones con inversores y analistas, así como el interés en la compañía, puede variar de un mercado a otro.
- Las expectativas de partes interesadas, como los bancos, empleados y accionistas, pueden afectar a la decisión de cotizar.
- Las prácticas de relación con analistas de inversión debieran ser consideradas.

##### Admisión a cotización

- La admisión/criterios de elección pueden ser difíciles de alcanzar, así como la revisión por parte del ente regulador durante el proceso de salida a bolsa varía según el mercado.
- Los costes de cotizar varían entre los diferentes mercados.

##### Obligaciones posteriores al proceso de una OPV/OPS

- Existen diferencias en los requerimientos y las obligaciones posteriores a la OPV/OPS, pudiendo tener repercusiones en los costes. Por ejemplo, los requisitos relacionados con eXtensible Business Reporting Languaje (XBRL), la presentación de informes intermedios y semestrales y los informes sobre los controles internos.
- El marco regulatorio de cada mercado es diferente, incluyendo requerimientos como el de gobierno corporativo.

##### Otros factores

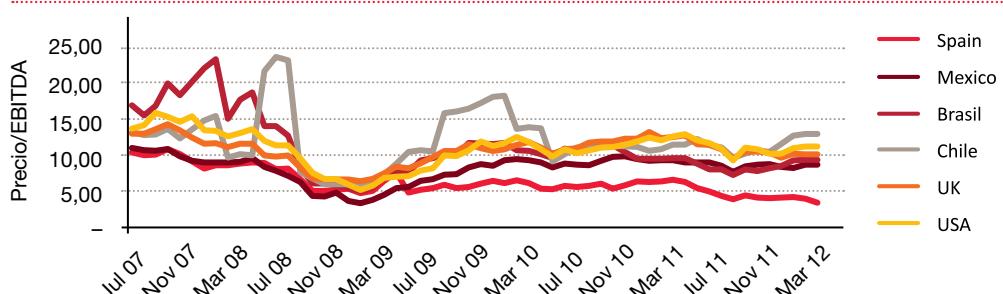
- Tener acciones cotizadas en mercados con diferentes divisas puede ser útil para el desarrollo de negocio, particularmente cuando existe una estrategia inorgánica de crecimiento convirtiendo el capital social cotizado de la compañía en instrumento de pago en procesos de adquisiciones de compañía.
- En ciertos países hay más de un mercado de valores. ¿Cuál es más adecuado para la compañía?
- Si la inclusión en un índice bursátil es importante, esto puede limitar las opciones disponibles sobre dónde cotizar.
- Los empleados pueden preferir pago en opciones sobre acciones en un mercado particular.
- Ambiente promotor del desarrollo del mercado de valores.
- Integración regional de bolsas.
- Liquidez de inversores institucionales.
- Actividad en private equity (desinversiones).
- Desarrollo de industrias propias de cada país; por ejemplo en minería, turismo, industrial e inmobiliario.
- Implicaciones por posibles conversiones de marco contable

## Valoraciones

La valoración de empresas cotizadas es un elemento clave en una IPO. En el gráfico se observa una tendencia de recuperación de los múltiplos de valoración en mercados emergentes desde la crisis del 2008. Esta tendencia es observada principalmente en

mercados como Brasil, México y Chile, se debe a una combinación de factores, entre los cuales se encuentran una mejor perspectiva de crecimiento económico, una disminución de la percepción de riesgos crediticios y de mercado y un incremento de liquidez que parcialmente proviene de inversores institucionales locales y extranjeros.

Múltiplos de valoración



Riesgo país



## **Calificación crediticia de los países, percepción de riesgo e impacto en OPV / OPS**

La calificación crediticia refleja la evaluación de la solvencia de compañías, países y cualquier tipo de instituciones públicas y privadas.

También está asociada con el riesgo de inversiones y, consecuentemente, influye (en el caso de que exista) en el pricing de una OPV / OPS. En este sentido, se ha observado mejora o estabilidad en la percepción del riesgo en algunas economías emergentes como Brasil y Chile.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	jun-12
España	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA-	BBB+
Brasil	BB+	BBB	BBB+	A-	A-	A-	A-
México	A+	A+	A+	A	A-	A-	A-
Chile	AA						
Estados Unidos	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+
Reino Unido	AAA						

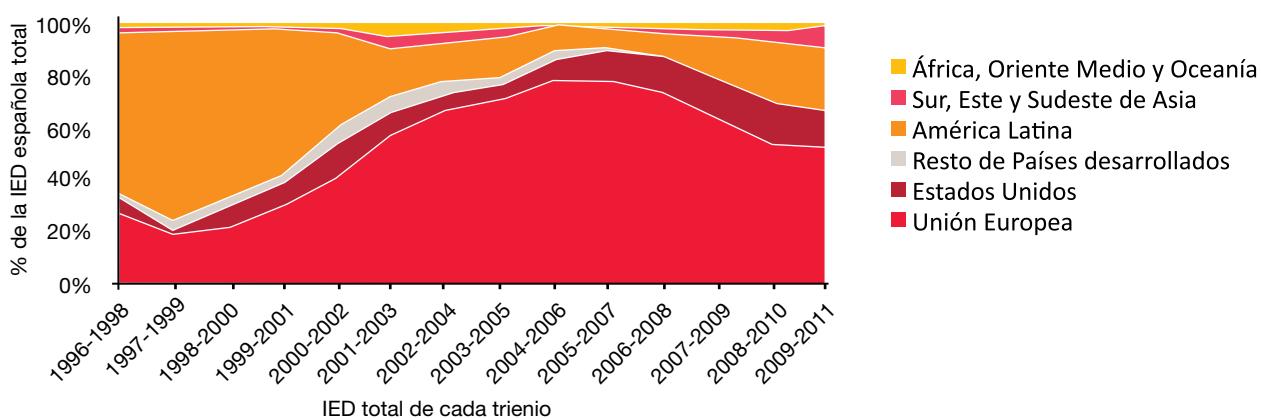
Fuente: Bloomberg (01 junio 2012) Standard & Poors - Local currency LT Debt

## **La localización de las operaciones comerciales de la compañía e internacionalización**

En referencia a la localización de operaciones comerciales de la compañía, teniendo en cuenta las tendencias históricas de la internacionalización de las empresas españolas, los mercados de capitales tanto europeos, latinoamericanos y de Estados Unidos suelen ser una opción evidente para

cotizar. Como ilustra el siguiente gráfico, históricamente, las empresas españolas han invertido directamente en el establecimiento de operaciones en el extranjero, principalmente en Latinoamérica, durante la década de los noventa y en Europa a partir del año 2000. De nuevo se observa una tendencia de crecimiento cambiante más reciente hacia Latinoamérica y otros mercados como Asia y Estados Unidos.

### **Tendencias de localización de la Inversión Extranjera Directa (IED) de empresas españolas hacia las grandes regiones de países del mundo (1996-2011)**

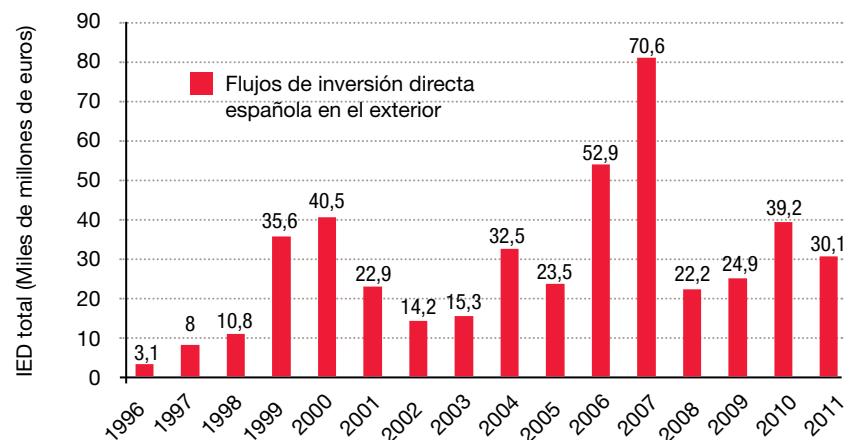


Fuente: Datalnvest – Dirección General de Comercio Exterior

La tendencia de inversión y presencia de la empresa española en el exterior también depende de otros factores como la situación macroeconómica de España, la disponibilidad de fondos por parte de las empresas, la liquidez de los mercados y las facilidades de financiación del sistema financiero. En este sentido, destaca 2007 como el año en el que se llevó a cabo un número importante de OPV en España, fecha en la que también existían condiciones favorables de

financiación disponibles para las empresas. Aunque actualmente las condiciones de financiación vía mercados de capitales<sup>2</sup> y banca puedan no parecer las idóneas, puede ser sorprendente comprobar que ante historias sólidas y bien preparadas los bancos y los inversores inmediatamente muestran su interés. Dichas alternativas se complementan con la búsqueda por parte de las empresas españolas de financiación exterior.

#### Total Flujos IED España en el exterior 1996-2011



A la hora de analizar en qué mercado cotizar, se debe considerar la fase de internacionalización de cada empresa y tener en cuenta la percepción de los productos o servicios ofrecidos en el mercado local. En este sentido, la reputación y la marca de la empresa son factores cruciales en lo que respecta a la captación de inversores locales.

Si tenemos en cuenta el fenómeno de internacionalización a Asia, particularmente hacia China, en el caso particular de una empresa española que cumpla con ciertas características, incluyendo su tamaño, la posibilidad de salir a bolsa en mercados de capitales como Hong Kong, Shanghái o Shenzhen, dejará de ser remota. De hecho, es evidente que algunas empresas latinoamericanas y europeas ya cotizan en estos mercados, teniendo en cuenta

que existe una significativa proporción de los ingresos provenientes de sus ventas de China.

#### Otros factores

Es importante considerar otros factores a efectos comparativos: entorno promotor del desarrollo de valores, integración regional de bolsas, actividad de firmas de capital riesgo como entes generadores de empresas candidatas para OPV y liquidez de inversores institucionales, por citar algunos.

Con respecto al **entorno promotor** del desarrollo del mercado de capitales, es necesario resaltar algunos acontecimientos o acciones emprendidas por los organismos vinculados a la promoción del mercado de valores en alguno de los países seleccionados.

<sup>2</sup> Varios brókers empiezan a sugerir la inversión en renta variable nacional dados los precios atractivos que presentan empresas /sectores.

En concreto, el Congreso de EE UU ha aprobado la Ley *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS). Su objetivo es crear una llamada “IPO on-ramp” para las compañías de crecimiento emergente, es decir, empresas privadas con menos de mil millones de dólares en ingresos en su año fiscal anterior. La moción pretende fomentar estas empresas para captar capital a través de una OPV facilitando el acceso a los mercados bursátiles, aligerando los requerimientos relacionados con el registro de la posible oferta ante el regulador *Security Exchange Commission – SEC*.

En el caso de México, la bolsa mexicana ha diseñado el Programa de Facilidades y Servicios en que se reducen las cuotas de inscripción y mantenimiento de las nuevas empresas que decidan salir a los mercados de capitales. Además, se ha establecido el Programa de Deuda para Empresas Medianas, que tiene como objetivo financiar la institucionalización del gobierno corporativo en las empresas a través del pago de servicios profesionales y el equipamiento de sistemas que ayuden a fortalecer a la empresa para que esta se convierta en candidata de emisión de deuda de la Bolsa Mexicana de Valores.

Es importante destacar la internacionalización de la bolsa brasileña “BM&FBOVESPA”, que está orientada no sólo a atraer empresas brasileñas, sino también a empresas de otros países. Esta estrategia se ve reflejada en su página web, que está en cuatro idiomas (portugués, inglés, chino y castellano) y la apertura de oficinas de representación y ventas en Nueva York, Londres y Shanghái. BM&FBOVESPA ha establecido también asociaciones estratégicas con otras bolsas internacionales como CME Group (negociación de futuros y opciones más grande y diversa del mundo) y se encuentra en proceso de negociación con bolsas asiáticas como, HKEx, Shanghai, Shenzhen; y bolsas latinoamericanas

como las de Chile, Colombia y Perú. Desde el punto de vista de estructura y acercamiento al mercado brasileño, destacamos que en 2000 BM&FBOVESPA creó los segmentos diferenciados de cotización, *Novo Mercado, Nivel 2 y Nivel 1*, que fueron muy importantes para la recuperación del mercado de capitales brasileño como fuente de financiación para las empresas. El resultado fue el aumento del número de OPVs a partir del 2004.

Por otra parte, la **actividad de capital riesgo** es un factor muy importante en el desarrollo del mercado de capitales, ya que se le considera una fuente natural de empresas con potencial de salida a bolsa y destaca su carácter de alternativa de financiación disponible a empresas españolas con enfoque global, especialmente en la industria de la tecnología.

Silicon Valley es conocida como la región más prolífica de empresas de tecnología en el mundo, por lo que ha sido una

fuente y plataforma de empresas tecnológicas americanas e internacionales en la búsqueda de, principalmente, el NASDAQ. No obstante, existen desarrollos importantes en otros países del mundo, como Reino Unido e Israel, donde los factores para fomentar la actividad de capital riesgo han mejorado significativamente durante la última década.

Como referencia, la siguiente tabla representa una evaluación del entorno de capital riesgo efectuada por la Asociación Latinoamericana de Capital Riesgo *Latin American Venture Capital Association - LAVCA*, resumido en su informe emitido en mayo de 2012.

Puntuación global en 2012.

Adicionalmente, en lo que respecta a Latinoamérica, se prevé un incremento significativo en el capital disponible por parte de fondos de inversión locales e internacionales, que se han incrementado de manera importante durante los últimos años.

Pais	Puntuación Global * (1-100 donde 100 = el mejor)	Puntuación de desarrollo de Mercado de Capitales (1-4 donde 4 = el mejor)	Actividad de Capital Riesgo / PIB
Reino Unido	96,0	4,0	0,46%
España	76,0	3,0	0,18%
Chile	75,0	3,0	0,01%
Brasil	72,0	3,0	0,18%
México	65,0	3,0	0,02%
Colombia	60,0	2,0	0,13%
Perú	49,0	2,0	0,12%

\*Fuente LAVCA: Para efecto de medición (score) la puntuación de 100 es el mejor entorno favorable. El criterio asignado para la evaluación del entorno de capital riesgo considera los siguientes aspectos: leyes sobre firmas de capital riesgo (funcionamiento y operaciones), tratamiento fiscal de los fondos de capital riesgo y sus inversiones, protección de inversores minoritarios, restricción sobre inversores institucionales locales aplicables a capital riesgo, protección de capital intelectual, regulación de bancarrota, derechos y obligaciones sobre los socios de fondos de capital riesgo, en el caso de bancarrota, desarrollo sobre mercados de capitales y viabilidad de salidas a nivel local, procesos de registro y requerimientos de reserva sobre inversiones, gobierno corporativo, fortalezas del sistema judicial, percepción de corrupción, uso de las normas internacionales de información financiera y calidad de principios contables locales y, por último, emprendimiento.

# Los principales mercados

Aunque cada uno de los seis mercados exigen diferentes requerimientos, a continuación presentamos un análisis

con las principales diferencias entre los mismos que le ayudarán a tener una visión global:

	España Bolsa de Madrid	MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	São Paulo Novo Mercado Nível 2 y Nível 1 <sup>4</sup>	BOVESPA MAIS
<i>Criterios de admisión a cotización</i>				
<i>Información Financiera</i>				
Asesor registrado <sup>3</sup>	No hay requisitos mínimos	Asesor registrado	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos
Información financiera auditada <sup>5</sup>	Tres años de información financiera auditada, no más de quince meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia.	Tres años de información financiera auditada, no más de quince meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia.	Tres años de información financiera auditada	Tres años de información financiera auditada
Ingresos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos
Beneficios	Beneficios en los 2 últimos años (o en 3 de los últimos 5), suficientes para poder repartir un dividendo de al menos un 6% del capital. Excepciones: <ul style="list-style-type: none"> <li>Informe a la CNMV sobre las perspectivas de negocio y financieras.</li> <li>Fusión, escisión o aportación de una rama de actividad.</li> <li>Reordenación o reestructuración económica o privatización por una entidad pública.</li> </ul>	Algunos requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos
Requisitos de información financiera	IFRS-UE (consolidado) y PGC +Reconciliación de los impactos de IFRS-UE (individual, si no existe grupo)	Por compañías constituidas en un país del Espacio Económico Europeo podrá optar entre IFRS-UE o GAAP local, y si la sociedad está constituida en un país no miembro, podrá optar entre IFRS-UE o US GAAP.	PCGA "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados" de Brasil e IFRS (consolidado) y PCGA de Brasil (individuales). <sup>6</sup>	PCGA "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados" de Brasil e IFRS (consolidado) y PCGA de Brasil (individuales). <sup>6</sup>
Información prospectiva	●	●	○	○
Información financiera pro forma	●	○	●	○
Capital circulante	●	○	○	○

- Requisitos significativos
- Algunos requisitos
- Requisitos mínimos

<sup>3</sup> Un número de asesores estará involucrado en ayudar a cotizar su compañías con éxito. El "patrocinador" es por lo general el banco de inversión o un asesor registrado para coordinar la gestión del proyecto global del proceso de OPV/OPS.

<sup>4</sup> Los requisitos de salida a la bolsa brasileña son similares entre los segmentos Novo Mercado, Nível 2 y Nível 1, difiriendo fundamentalmente en los niveles de presentación de información relativa al gobierno corporativo. Sin embargo, Novo Mercado y BOVESPA MAIS son los segmentos con los más altos estándares de Gobierno Corporativo.

<sup>5</sup> La práctica de mercado habitual, es que se incluya información financiera auditada o revisada con una antigüedad no superior a 135 días.

<sup>6</sup> Si el emisor extranjero tuviera su domicilio social en un país miembro de Mercosur, los PCGA "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados" (locales) son aceptados pero deben: (1) estar de conformidad mínima con el regulador local, (2) desglosar la explicación de las similitudes entre el PCGA del país local e IFRS, y (3) realizar la reconciliación de las pérdidas y ganancias y patrimonio neto entre ambas normas contables.

México Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. (BMV)	Chile Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)	Londres Main Market	AIM	Nueva York NASDAQ <sup>8</sup> Global Select Market	NYSE
No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	Sólo para <i>Premium listings</i> . <sup>7</sup>	Asesor registrado (NOMAD) <sup>10</sup>	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos
Tres años de información financiera auditada	Tres años de información financiera auditada por una firma auditora de reconocido prestigio internacional	Tres años de información financiera auditada, no más de quince meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia y no más de seis meses para <i>Premium listings</i> .	Tres años de información financiera auditada, no más de quince meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia.	Tres años de información financiera auditada, no más de nueve meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia	Tres años de información financiera auditada, no más de nueve meses de antigüedad si se incluye información financiera intermedia
No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	Al menos el 75% del negocio de la entidad debe estar respaldado por el track record de ingresos de los últimos tres años	No hay requisitos mínimos	(i) US\$90m en el año más reciente y (ii) US\$850m capitalización promedio.	(i) US\$75m en el año más reciente y (ii) US\$750m capitalización global.
Presentar beneficios en los tres últimos años	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	Suma de los tres últimos años fiscales: ≥US\$11millones. Dos últimos años fiscales ≥US\$2,2 millones. Sin pérdidas en los últimos tres años	Suma de los tres últimos años fiscales: US\$10millones. Dos últimos años fiscales ≥US\$2 millones. Sin pérdidas en los últimos tres años
IFRS	IFRS	IFRS o PCGA equivalentes	IFRS o PCGA equivalentes	US GAAP, o IFRS <sup>9</sup> _IASB	US GAAP, o IFRS <sup>9</sup> _IASB
○	○	○	○	○	○
○	○	○	○	○	○
○	○	●	●	○	○

<sup>7</sup> Un *Premium listings* (a menudo descrito como *super-equivalent*) implica que una empresa debe cumplir con las normas establecidas por encima de la legislación de la Unión Europea.

<sup>8</sup> NASDAQ Global Select Market (NASDAQ) es el mercado con los requisitos iniciales de cotización más exigentes de entre los tres mercados que comprende el mercado de valores NASDAQ. Cuando se proceda a su inclusión en el NASDAQ, las compañías deben cumplir con los criterios de ingresos o beneficios.

<sup>9</sup> En los Estados Unidos, la SEC eliminó el requisito de los emisores privados extranjeros (FPIs) para conciliar sus estados financieros a US GAAP, cuando estos estén preparados de acuerdo a las IFRS publicadas por el IASB. Aunque, excepto para los países equivalentes, es necesario a reconciliación del PCGA local para US GAAP.

<sup>10</sup> Asesor registrado aprobado por la Bolsa de Valores de Londres, para el Mercado Alternativo AIM.

	España Bolsa de Madrid	MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	São Paulo Novo Mercado Nível 2 y Nível 1	BOVESPA MAIS
<b>Inversores</b>				
Número mínimo	100 Accionistas	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos
Número mínimo de acciones intermedias en el mercado	Al menos 100 accionistas con una acción individual teniendo menos de 25% del capital social emitido	En el caso de incorporación sin oferta previa, los accionistas con menos del 5% del capital social deberán representar mínimo 2 millones de euros	≥25% de las acciones en circulación estarán en circulación en el mercado	≥25% de las acciones en circulación estarán en circulación en el mercado en un plazo de hasta 7 años
Capitalización mínima a fecha de salida	Capital mínimo de €6m	Capital mínimo de €2m	Capital mínimo de R\$150m, en caso inferior se requiere revisión específica por parte del regulador.	Capital mínimo de R\$150m, en caso inferior se requiere revisión específica por parte del regulador.
Gobierno Corporativo	Sociedades cotizadas deben preparar anualmente IAGC - Informe anual de gobierno corporativo	No hay requisitos mínimos	Las compañías deben cumplir con los requisitos impuestos por la CVM <sup>12</sup> y los aspectos de Gobierno Corporativo requeridos por la BM&F BOVESPA.	Las compañías deben cumplir con los requisitos impuestos por la CVM <sup>12</sup> y los aspectos de Gobierno Corporativo requeridos por la BM&F BOVESPA.
Certificación de control interno	CNMV <sup>11</sup> desarrollo normativo en materia de sistema de control interno sobre la información financiera.	No hay requisitos mínimos	Los administradores tienen la responsabilidad de revisar la efectividad del control interno	Los administradores tienen la responsabilidad de revisar la efectividad del control interno

<sup>11</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV, en el caso de las bolsas españolas.

<sup>12</sup> Comissão de Valores Mobiliários – CVM

México Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. (BMV)	Chile Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)	Londres Main Market	AIM	Nueva York NASDAQ Global Select Market	NYSE
200 Accionistas	500 Accionistas	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	450 "round lot" <sup>13</sup>	400 "round lot" <sup>13</sup>
10.000 títulos	≥ 10% del total de las acciones emitidas	≥25% de las acciones en circulación estarán en circulación en el mercado	No hay requisitos mínimos	1,250 mil	1,100 mil
Capital mínimo de 20m. de UDIS de capital contable y mantenimiento con 15m. de UDIS (UDIS: México Unidad De Inversión)	Proyectos nuevos de inversión extranjera, modalidad 100% divisas el importe mínimo de la inversión será US\$5m. y US\$2,5m. para las demás modalidades de aporte	Capital mínimo de £700mil	No hay requisitos mínimos	Capital mínimo de US\$45m	Capital mínimo de US\$40m
Informe correspondiente al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas. (Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a un año este requisito no será exigible).	Las compañías deben cumplir con la Ley de Gobierno Corporativo y las implicaciones de la Ley de OPA.	Las compañías deben cumplir con el Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido y Directiva de Transparencia de UE.	Las compañías deben cumplir con altos estándares de Gobierno Corporativo	Las compañías deben cumplir con los requisitos impuestos por la regla de registro (Rule 5.600 Series).	Las compañías deben cumplir con los requisitos impuestos por la sección 303 A del manual para compañías cotizadas (Listed Company Manual).
No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos	Ley Sarbanes-Oxley artículos 404, 302 y 906. <sup>14</sup>	Ley Sarbanes-Oxley artículos 404, 302 y 906. <sup>14</sup>

<sup>13</sup> Round lot es un término utilizado para una unidad normal de negociación, que es de 100 acciones.

<sup>14</sup> Las compañías que empiezan a cotizar no están obligadas a cumplir con los requisitos de información relativos al control interno sobre la información financiera hasta su segundo informe anual.

	España Bolsa de Madrid	MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	São Paulo <i>Novo Mercado</i> Nivel 2 y Nivel 1	BOVESPA MAIS
<b>Requisitos de permanencia – Información Financiera &amp; Regulador</b>				
Información Financiera	Informe anual <sup>15</sup> Informe semestral <sup>16</sup> Información trimestral	Informe anual <sup>17</sup> Informe semestral <sup>18</sup>	Informe anual Información trimestral	Informe anual Información trimestral
Aprobación de transacciones significativas	○	○	○	○
Criterios especiales para los emisores internacionales	Emisor válidamente constituido, de acuerdo con la normativa del país en el que está domiciliado, y deberá estar operando, de conformidad con su escritura o estatutos de constitución, folletos y documentación, comúnmente en castellano, aunque existen más opciones aceptadas por la CNMV.	Algunos requisitos especiales para la información financiera en caso de sociedades constituidas fuera del Espacio Económico Europeo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Folleto y documentación para inversores escritos en Portugués</li> <li>• El emisor extranjero tiene que cotizar primero en la bolsa del país de origen y después en la BM&amp;F BOVESPA a través de BDR (<i>Brazilian Depositary Receipt</i>).</li> <li>• Aunque la compañía fuera auditada por un auditor independiente registrado en el organismo competente del país de origen del emisor, necesariamente debe entregar un informe de revisión especial realizado por auditor registrado en la CVM.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Folleto y documentación para inversores escritos en Portugués</li> <li>• El emisor extranjero tiene que cotizar primero en la bolsa del país de origen y después en la BM&amp;F BOVESPA a través de BDR (<i>Brazilian Depositary Receipt</i>).</li> <li>• Aunque la compañía fuera auditada por un auditor independiente registrado en el organismo competente del país de origen del emisor, necesariamente debe entregar un informe de revisión especial realizado por auditor registrado en la CVM.</li> </ul>
Requisitos de plazo para los que los principales accionistas no están autorizados a vender acciones	No existe periodo mínimo. La práctica de mercado es de 180 días para los accionistas y otras personas (directivos)	Lock-up por un año para sociedades con antigüedad inferior a 2 años, aplicable a accionistas de referencia y directivos	6 meses después de la oferta pública inicial, y tras este periodo no se puede vender más del 40% de las acciones	6 meses después de la oferta pública inicial
Regulador	CNMV	LMV <sup>19</sup>	CVM	CVM

- Requisitos significativos
- Algunos requisitos
- Requisitos mínimos

<sup>15</sup> Cuentas anuales auditadas e informe de gestión consolidado e individual. Plazo: 4 meses. Declaración de responsabilidad de los administradores

<sup>16</sup> (2 semestres) Cuentas anuales resumidas individuales y consolidadas, informe de gestión. Plazo: 2 meses (no se requiere auditoría o revisión limitada). Declaración de responsabilidad de los administradores

<sup>17</sup> Cuentas anuales individuales y consolidadas auditadas e informe de gestión, en su caso. Plazo: 4 meses

<sup>18</sup> (1er semestre) Cuentas anuales resumidas individuales y consolidadas, en su caso. No se requiere auditoría o revisión limitada.

<sup>19</sup> Mercado auto regulado y sujeto a la supervisión de la CNMV

México Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. (BMV)	Chile Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)	Londres Main Market	AIM	Nueva York NASDAQ Global Select Market	NYSE
Informe anual Información trimestral	Informe anual Información trimestral	Informe anual Informe semestral Información trimestral	Informe anual Informe semestral Información trimestral	Informe anual Información trimestral	Informe anual Información trimestral
<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
No hay requisitos mínimos	No hay requisitos mínimos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sólo las compañías extranjeras con el 50% de free float<sup>20</sup> son candidatas a cotizar en el FTSE.</li> <li>Si tiene 200 o más accionistas; o el 10% o más de las acciones en manos de accionistas del Reino Unido, se deberá designar un <i>registrar</i><sup>21</sup> en el Reino Unido.</li> </ul>	No hay requisitos mínimos	<p>El emisor privado extranjero (FPI) debe ser:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emisor no estadounidense y no gubernamental.</li> <li>Hasta el 50% del patrimonio en poder de residentes de Estados Unidos Más, se supera dicho 50%, no se debe: <ul style="list-style-type: none"> <li>Tener una mayoría de sus consejeros residentes en Estados Unidos</li> <li>Tener más del 50% de activos ubicados en los Estados Unidos</li> <li>Administrar su negocio principalmente en los Estados Unidos</li> </ul> </li> <li>Existen formularios específicos para FPI's en las distintas modalidades de acceso (ejemplos: <i>pure listing, capital raising etc</i>).</li> <li>Moneda de reporte puede ser distinta del USD (Euro).</li> <li>No requerida cierta información sobre directivos clave y sus retribuciones, ni cumplimiento de proxy rules.</li> </ul>	<p>El emisor privado extranjero (FPI) debe ser:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emisor no estadounidense y no gubernamental.</li> <li>Hasta el 50% del patrimonio en poder de residentes de Estados Unidos Más, se supera dicho 50%, no se debe: <ul style="list-style-type: none"> <li>Tener una mayoría de sus consejeros residentes en Estados Unidos</li> <li>Tener más del 50% de activos ubicados en los Estados Unidos</li> <li>Administrar su negocio principalmente en los Estados Unidos</li> </ul> </li> <li>Existen formularios específicos para FPI's en las distintas modalidades de acceso (ejemplos: <i>pure listing, capital raising etc</i>).</li> <li>Moneda de reporte puede ser distinta del USD (Euro).</li> <li>No requerida cierta información sobre directivos clave y sus retribuciones, ni cumplimiento de proxy rules.</li> </ul>
No existe periodo mínimo. La práctica de mercado considera los plazos para tener beneficios fiscales	No existe plazo mínimo para enajenación de acciones por parte accionistas principales	Típicamente, 6-18 meses, dependiendo de la naturaleza de la IPO (la práctica del mercado)	No existe porcentaje mínimo de acciones en manos públicas	6 meses (la práctica del mercado)	6 meses (la práctica del mercado)
CNBV	SVS	FSA / UKLA	FSA	SEC / FINRA	SEC

<sup>20</sup> Free float representa la porción del Capital Social de una empresa o sociedad que cotiza libremente en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable.

<sup>21</sup> "Registrar" son compañías especializadas en servicios como: Mantener el registro de los miembros de la compañía y gestionar las transacciones y consultas de los accionistas; proporcionar una interfaz para los proveedores de las liquidaciones de transacciones; efectuar pagos, incluyendo los dividendos de las acciones; gestionar las operaciones corporativas; distribuir información relevante a los accionistas.

#### Información Adicional:

Si determinados criterios no se cumplen se recomienda consultar con la Bolsa de Valores.

A continuación los enlaces a las respectivas Bolsas de valores de los diferentes países objeto de estudio en este informe:

España BME - <http://www.bolsasymercados.es/>

España MAB - <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

Brasil - <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>

México - <http://www.bmv.com.mx/>

Chile - <http://www.bolsadesantiago.com/index.aspx>

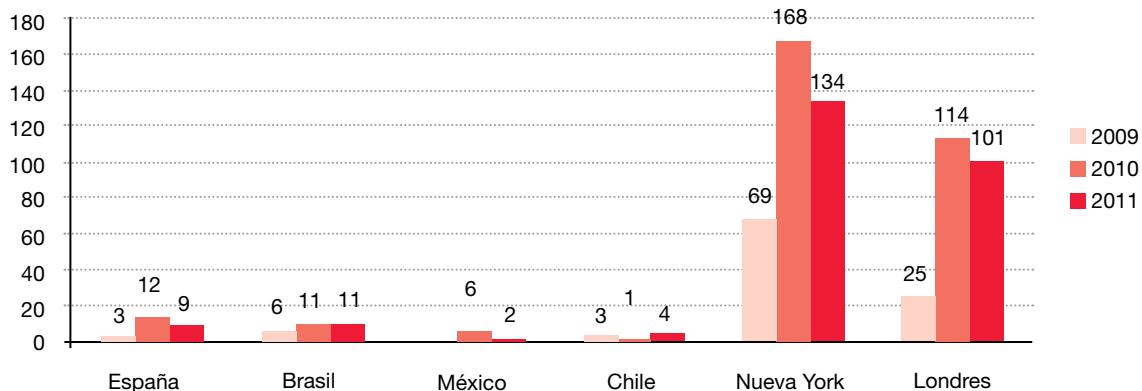
Londres - <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

Nueva York - <http://www.nyse.com/>



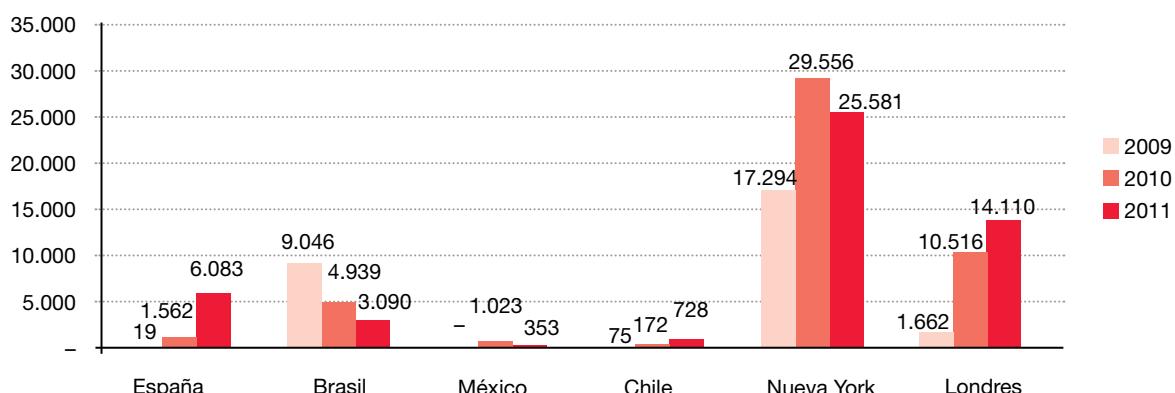
# Comparativa de las OPVs más recientes

## Número de OPVs en los últimos tres años:



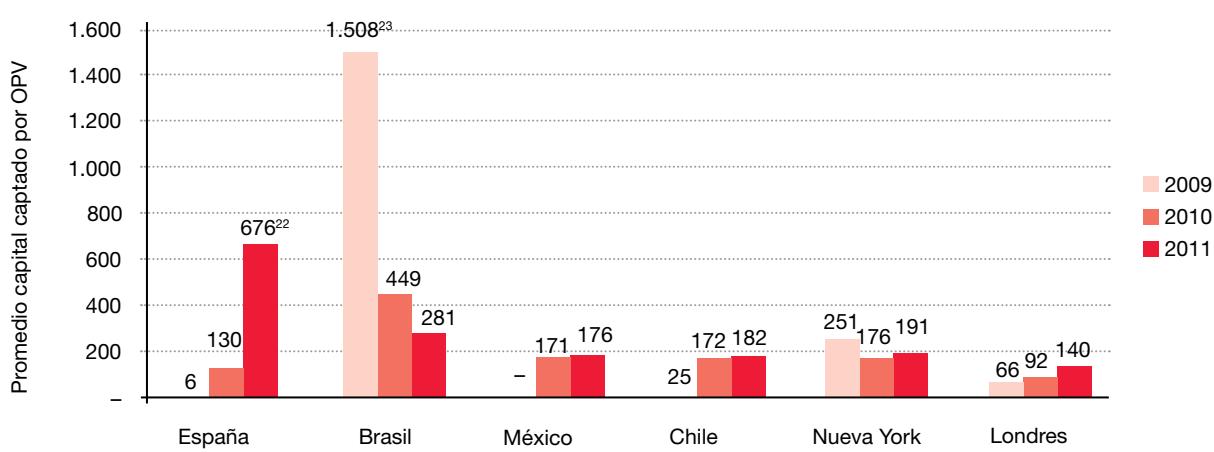
Fuente: PwC basado en información pública.

## Valor captado a través de OPVs:



Fuente: PwC basado en información pública.

## Promedio de capital captado en relación al número de OPVs:



Fuente: PwC basado en información pública.

Nota: El promedio de capital captado en relación al número de OPVs representa el valor captado a través de OPVs dividido entre el número de OPVs de cada país en ese año resultando un número que refleja el promedio de capital captado por OPV realizada en cada país en un año.

<sup>22</sup> Nota sobre datos de España: De las OPVs lanzadas en España en 2011, entre Bankia y Día captaron 5.470 millones de euros sobre un total de 6.083 millones de euros.

<sup>23</sup> Nota sobre datos de Brasil: Banco Santander (Brasil) representa el 58,4% del capital total recaudado en Brasil en las 6 OPVs de 2009. El importe de esta operación asciende a 5.285 millones de euros sobre un total de 9.046 millones de euros. Excluyendo la OPV de Banco Santander en Brasil (5.285,4 millones de euros) y de VisaNet Brasil (2.990 millones de euros) nos queda que el promedio de capital captado por cada OPV en Brasil en el año 2009 es de 192,6 millones de euros.

## *Las 10 OPV's de mayor tamaño en América Latina durante 2011*

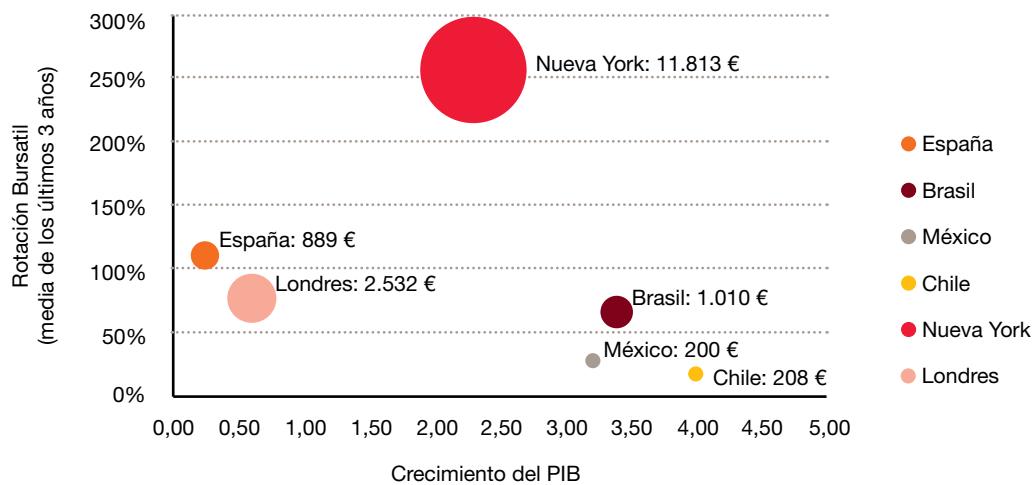


Nombre de la compañía	Capital levantado (en millones de euros)	Importe captado (en millones en moneda local)	Sector	Mercado
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	1.343	3.455.886	Servicios financieros	Colombia
QGEP PART	677	1.515	Petróleo, gas, biocombustibles	Brasil
Qualicorp	510	1.085	Sanitario	Brasil
Magazine Luiza	372	805	Minorista	Brasil
Empresa de Energía de Bogota S.A. E.S.P	300	772.226	Energía	Colombia
Aqua Chile S.A.	279	175.311	Pesca	Chile
CFR Pharmaceuticals S.A. (CFR)	275	172.720	Farmacéutica	Chile
Arezzo Company	253	566	Minorista	Brasil
Grupo Aeromexico S.A. B. de C.V.	247	3.891	Aeronáutica	México
Grupo Nutresa	221	522.500	Minorista	Colombia
		<b>4.476</b>	<b>5.106.505</b>	



### Tamaño de los mercados de capitales y crecimiento económico:

Este gráfico incluye: el crecimiento del PIB anual, la capitalización bursátil (representada a escala por los círculos) y la rotación bursátil.



Fuente: PwC

**Nota:** (capitalización de mercado): calculada con base al promedio de los últimos tres años, en millones de euros.

**Nota:** rotación bursátil (turnover velocity): índice determinado con base al volumen de las órdenes electrónicas de las acciones cotizadas en mercados locales (volumen intermedio) entre la capitalización del mercado local.

**Nota:** crecimiento del PIB; promedio ponderado del crecimiento del PIB con base a la información obtenida del Banco Mundial.



## **Notas sobre las OPV's en América Latina durante 2011**

“2011 comenzó con una explosión en los mercados de capitales de América Latina. No obstante, la actividad disminuyó a final del año de manera significativa. Brasil, la economía motora, presentaba una perspectiva récord en ofertas públicas de venta para cubrir los presupuestos de inversión de las empresas hacia un nuevo ciclo económico de crecimiento. Sin embargo, el mercado desarrolló rápidamente signos de estrés reflejándose en los resultados de las primeras OPVs, las cuales se iban cerrando en franja inferior de sus rangos de precio. La preocupación llevó rápidamente a la angustia provocada por la crisis griega y se agravó después por la rebaja soberana de calificación crediticia y los intentos poco convincentes para

contener la crisis del euro. En consecuencia, se observó el freno en la actividad de OPVs de América Latina. Los frustrantes datos para las OPVs regionales de 2011 reflejan los efectos que estos factores externos han tenido en la salud de las economías en general. Las bolsas de América Latina van de la mano de los mercados globales de capitales. En Argentina, la nacionalización de los fondos de pensiones hace tres años ha tenido un impacto en el mercado local, que no se ha podido revertir de manera favorable.

A pesar de todo lo acontecido durante 2011, las perspectivas futuras son brillantes. El mercado brasileño tiene un número importante de OPVs en proceso y los fondos



*están esperando a que se dé luz verde. Los posibles candidatos están con la vista puesta en Nueva York. El banco brasileño de desarrollo económico - BNDES - ha sido una fuente de capital y de financiación segura de la deuda de Brasil para compañías públicas y privadas. Brasil, pese a ocupar la sexta posición como la economía más grande del mundo, tiene unas necesidades de financiación que superan la capacidad del BNDES para satisfacer sus necesidades de capital. Los fondos deberán ser extraídas de los pozos más profundos; los mercados internacionales de capitales desempeñarán un papel cada vez más importante asociándose con países de América Latina".*

*Comentario de Ivan Clark, Socio Líder de Capital Markets en Brasil*

Además del mercado brasileño, podemos observar una actividad creciente en otros mercados latinoamericanos: destaca Colombia, donde ha tenido lugar la OPV de mayor tamaño en 2011 con un capital captado

de 1.343 millones de euros. Esta tendencia de crecimiento de la actividad de OPV está influida por la mejora de las condiciones económicas del país, el ambiente de negocio y la mejora en las condiciones necesarias para captar capital a través del mercado de capitales. En 2010 las bolsas de Perú, Colombia y Chile comenzaron su integración permitiendo transacciones entre distintos países. Asimismo, se espera una fusión de las bolsas mencionadas. Por tanto, es de esperar que mejoren las condiciones para las OPV's en el medio plazo.

Por otro lado, Chile ha presentado unas cifras macroeconómicas muy positivas. La economía del país refleja un crecimiento del 6,5% en 2011 y del 4,7% en 2012, de acuerdo con las proyecciones entregadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Además goza de una calificación crediticia que lo hace atractivo para los inversores. El gobierno chileno está considerando un paquete de reformas que tiene como

objetivo incrementar la liquidez y las operaciones en bolsa. Estas tendencias favorecen un posible incremento en la actividad de los mercados de capitales.

El mercado de capitales de México tiene que ser considerado por las compañías españolas que operen en él. La actividad de OPV's se verá estimulada al añadir liquidez por parte de los fondos de pensiones locales. Además, existe un potencial prometedor para OPV's no solo para compañías mexicanas sino también para extranjeras operando en México. Existen casos exitosos como el de OHL (compañía española) o el Banco de Crédito e Inversiones de Chile (BCI), que se convirtió en la primera compañía latinoamericana en obtener financiación en moneda nacional dentro de la Bolsa Mexicana de Valores en 2011.

*“2011 se esperaba como un muy buen año para el mercado mexicano en materia de*

*OPVs, ya que durante 2010 hubo seis, mientras que en 2009 no hubo ninguna, pero solo se lograron colocar dos.*

*El bajo número de OPVs se produce como consecuencia de la alta volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales por los diferentes problemas en Europa, los mismos que llevaron a postergar varias OPVs.*

*Para 2012 se espera un crecimiento menor que en 2011, aunque por encima del promedio de los últimos quince años. El riesgo de un evento catastrófico por los problemas en Europa ha disminuido y se espera que se reduzca la incertidumbre actual en los mercados, por tanto, esto podría impulsar al mercado mexicano”.*

*Comentario de Armando Martínez,  
Socio Líder de Capital Markets en  
México.*





## Un proceso complejo

Además de las consideraciones que hemos mencionado en este documento, con respecto a los factores principales que deben tenerse en cuenta durante el análisis de “en qué mercado cotizar”, existen otros que pueden representar un papel relevante, como por ejemplo:

- Entorno político.
- Entorno comercial y de negocios.
- Ubicación de las partes interesadas existentes.
- Regulación nacional.
- Las preferencias personales de los accionistas actuales.

- Transmitir con claridad la propuesta de valor en el *equity story*.
- Planes de largo plazo.
- Implicaciones fiscales.
- Consideraciones sobre cotizar en una divisa u otra.
- Existencia de analistas.
- Suficiencia de capital humano cualificado.

La decisión sobre qué mercado elegir puede ser compleja, por lo que es clave contar con la experiencia en el equipo interno y externo (asesores), de manera que se pueda llevar a cabo una OPV / OPS exitosa.

# Salida a bolsa. Calendario estándar de tareas

En gran medida, el proceso de preparación para operar como una compañía cotizada es similar en las diferentes bolsas de valores. Sin embargo, con independencia del mercado que la compañía elija, una planificación adecuada le ayudará a asegurar la alineación de los plazos y tareas de todas las partes interesadas. A continuación, se ilustran los elementos clave que son comunes en los procesos

para una posible salida a bolsa. Hay que tener en cuenta que la línea de tiempo real podría variar significativamente con respecto a la del ejemplo, será única en cada compañía y dependerá de una serie de factores: el tamaño de la oferta, el sector de la industria y el tipo de cotización. Pero, sobre todo, del grado de preparación y planificación previa de que parte la compañía.

**Salida a bolsa.** Calendario de tareas típico<sup>24</sup>

	Fase Previa	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Permanencia
General		<ul style="list-style-type: none"> <li>Estructura de la transacción, del accionista y de la financiera</li> <li>Elección de bancos de inversión</li> <li>Elección de otros asesores</li> <li>Equity Story y planificación detallada</li> <li>Reuniones con el regulador</li> </ul>				<p style="border: 1px dashed red; padding: 2px;">Fijación del precio de la acción</p>		<p>Informacion financiera periódica</p> <p>Informe anual de gobierno corporativo</p>
Auditores			<ul style="list-style-type: none"> <li>Auditoría de la información financiera histórica</li> <li>Revisión de la información financiera intermedia</li> <li>Revisión de la consistencia de folleto Memorandum de oferta con información financiera de la compañía</li> <li>Informe sobre la información financiera de pro-forma</li> <li>Informe sobre las provisiones o estimaciones del ejercicio</li> </ul>					<p>Hechos relevantes</p> <p>Otras comunicaciones</p>
EMISOR y sus asesores	Planeación		<ul style="list-style-type: none"> <li>Due diligence financiera y de negocio</li> <li>Due diligence legal (fiscal, laboral, mercantil, etc...)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Preparación y revisión del folleto</li> <li>Elaboración de otra documentación legal</li> <li>Conversión a NIIF o USGAAP y diseño y elaboración de las historias financieras complejas</li> <li>Cumplimiento de recomendaciones de buen gobierno</li> <li>Cumplimiento de las recomendaciones de control interno</li> </ul>		<p>Autorización registro de folleto (CNMV)</p> <p>Roadshow</p> <p>Inicio de cotización</p>	<p>Integrated report</p>
Regulación y documentación		<ul style="list-style-type: none"> <li>Confirmación de requisitos</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Elaboración del folleto /OM</li> <li>Revisión del folleto /OM</li> <li>Revisión del folleto y resto de documentación (CNMV)</li> </ul>				
Marketing		<ul style="list-style-type: none"> <li>Anuncio posible salida a bolsa</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Pre-marketing</li> <li>Investigación del Broker</li> <li>Preparación de las relaciones con los inversores</li> <li>Preparación roadshow</li> </ul>			

<sup>24</sup> Dependiendo del mercado, los plazos ilustrados en este calendario están sujetos a variaciones.

# Conclusión



Independientemente de si su compañía es un negocio emergente o establecido que busca obtener capital a través de una oferta pública de venta o suscripción de nuevas acciones, debe trabajar en estrecha colaboración con sus asesores para entender el proceso de salida a bolsa.

Las conversaciones con sus asesores son importantes para estudiar la forma en que se pueden anticipar los riesgos de negocio y desarrollar programas para gestionarlos al inicio del proceso de oferta pública. También le proporcionarán asesoramiento a través del ciclo de vida de una transacción de mercado de capitales. La compañía necesita saber sobre cómo determinar la estrategia de entrada correcta, así como evaluar la preparación de OPV / OPS, el proceso de registro público y la preparación de las nuevas obligaciones como nueva compañía cotizada.

Contar con asesores experimentados con presencia global y conocimiento de los mercados de capitales puede ayudar a anticiparse a los problemas, evitar retrasos y, en definitiva, a alcanzar el éxito a lo largo del ciclo de vida de la transacción del mercado de capitales. En el caso de que su compañía esté considerando cotizar en el extranjero, o de manera dual en distintos países, los pasos que tiene que seguir para lograr una transacción exitosa requieren de un proceso administrativo más eficiente.

Ponerse en manos de un asesor con experiencia en las múltiples fases del proceso de transacción, además de tener la capacidad de asesorar en materia contable y la complejidad técnica de informes financieros relacionados con el proceso de salida a bolsa, le permitirán dedicar más tiempo a la fase de comercialización de la oferta y la gestión continua de su negocio.



## Dónde encontrar mayor información

Las siguientes publicaciones de PwC le ofrecen información adicional sobre los mercados de capitales de los países que son materia de estudio en nuestro análisis:

### España

- “Caminando juntos a los mercados de capitales”.
- “Guía de acceso al Mercado Alternativo Bursátil”.

### Sao Paulo

- “Cómo puede su compañía salir a la bolsa brasileña”- 2011 - Inicio de una nueva década de crecimiento.

### México

- “Emisiones de deuda y capitales, mercado intermediario, certificados de capital de desarrollo”.  
Nota: Documento en proceso de emisión.

### Nueva York

- “*Roadmap for an IPO: A guide to going public*”.  
(Ruta para una Oferta Pública Inicial: Una guía para salir a bolsa).
- “*Entering the United States security market: A guide for non-US companies*”.  
(Entrando en el mercado bursátil de EE UU: una guía para compañías no americanas).

### Londres

- “*A guide to a primary listing on the main market*”.  
(Una guía para salir a cotizar en el mercado principal).
- “*A guide to secondary listing of equity and a listing of depositary receipts*”.  
(Una guía para cotizar en un mercado secundario y listado de certificados de depósito).
- “*A guide to flotation on AIM*”.  
(Una guía para cotizar en el Alternative Investment Market).

# Contactos

## Autores

### **Rocío Fernández Funcia**

Socia líder Capital Markets & Accounting Advisory Services – España  
+34 915 685 311  
rocio.fernandez@es.pwc.com

### **Isaac Freites Asencion**

Director Capital Markets & Accounting Advisory Services – España  
+34 915 684 462  
isaac.freites.asencion@es.pwc.com

### **Vicente García Rodriguez**

Director Capital Markets – España  
+34 915 684 116  
vicente.garcia.rodriguez@es.pwc.com

### **Rodrigo Tiago Lira**

Supervisor Capital Markets & Accounting Advisory Services – España  
+34 915 685 400  
rodrigo.tiago.lira@es.pwc.com

## Colaboradores

### **Ivan Clark**

Socio líder Capital Markets – Brasil  
+55 2132 326 225  
ivan.clark@br.pwc.com

### **Armando Martinez**

Socio líder Capital Markets – México  
+55 5263 5749  
martinez.armando@mx.pwc.com

### **Juan Carlos Pitta**

Socio Capital Markets – Chile  
+56 294 00009  
Juan.carlos.pitta@cl.pwc.com

### **Clifford Tompsett**

Socio líder Capital Markets – Reino Unido  
+44 (0)20 7804 4703  
clifford.tompsett@uk.pwc.com

### **Neil Dhar**

Socio Capital Markets – Estados Unidos  
+1 312 298 2711  
neil.dhar@us.pwc.com



**pwc**

PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 158 países con cerca de 169.00 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

© 2012 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L, firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.