

MiFID2

Cambio en las reglas del juego para la industria de servicios financieros

Enero 2016



1

MiFID 2 “Go-live” en un año: el calendario

El abordaje de MiFID 2 es irreversible a pesar de las recientes incertidumbres

1^{er} Nivel

Normas del Parlamento Europeo y del Consejo

- *Directiva 2014 / 65*
- *Reglamento 600 / 2014*

Exigibles desde el 3 de enero de 2017

2^o Nivel

Normas de la Comisión: actos delegados (Reglamentos delegados y directivas de implementación)

- *Opinión técnica ESMA emitida en diciembre 2014*
- *Aprobación de actos delegados previsible antes de finales de 2015 pero la Directiva preveía que estuvieran dictadas para junio de 2015*

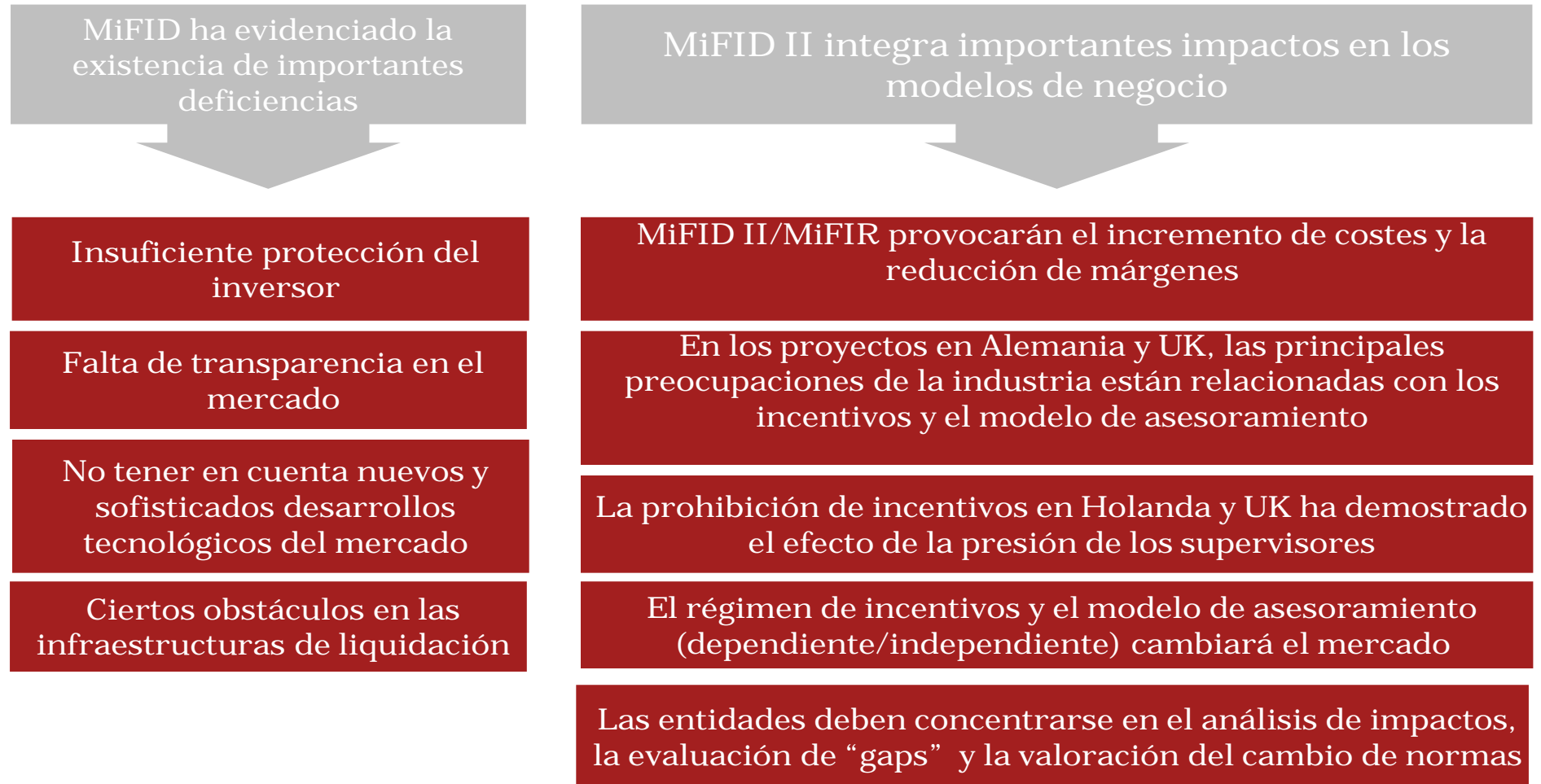
3^{er} Nivel

Actos de ESMA:

- *Guías*
- *RTS (Regulatory Technical Standards)*
- *ITS (Implementing Technical Standards)*
- *RTS e ITS remitidos por ESMA a la Comisión Europea en septiembre de 2015*
- *La Comisión tiene 3 meses para aprobarlos o modificarlos*

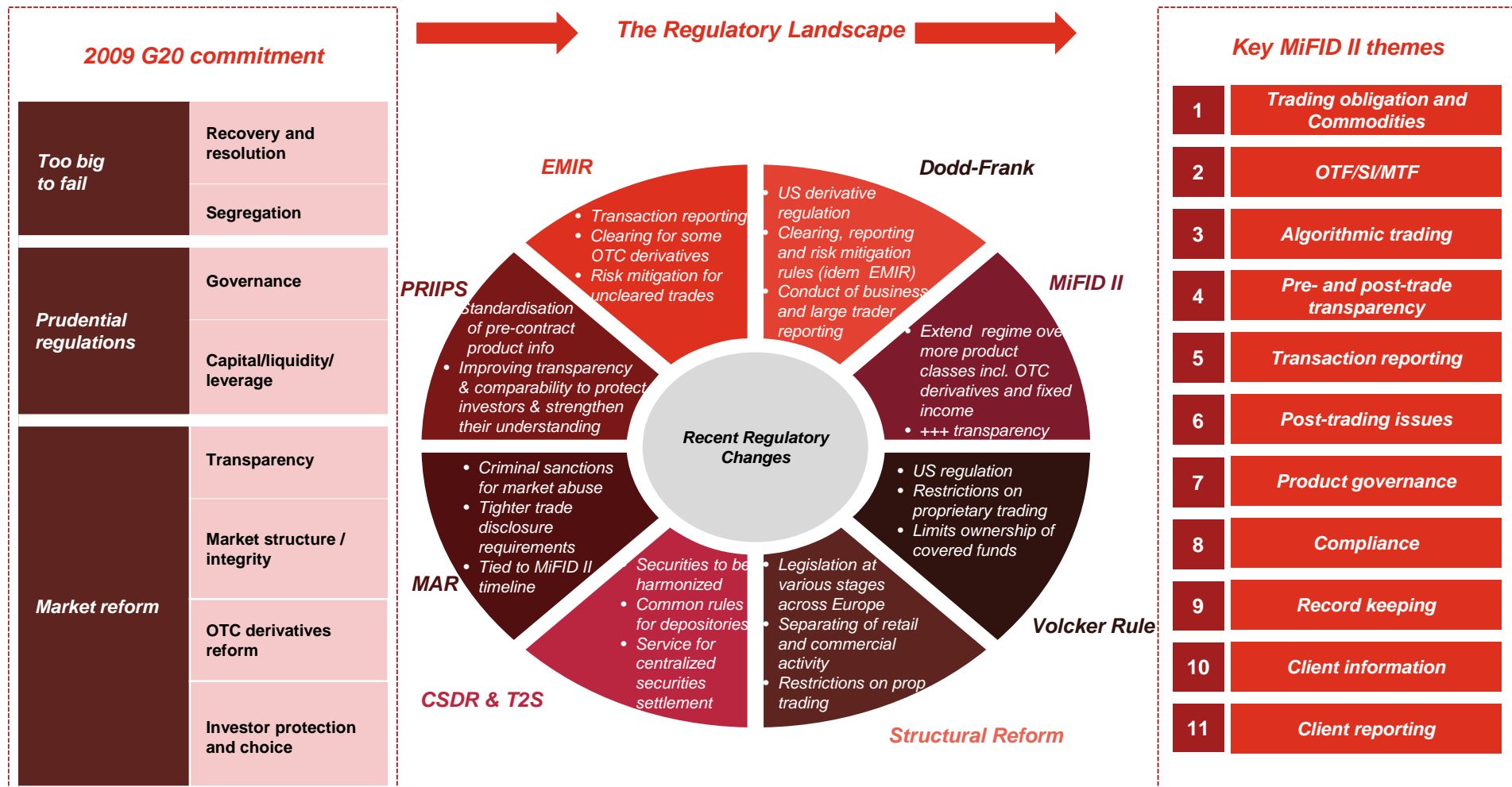
A pesar de las recientes declaraciones del Presidente de ESMA (10 noviembre) sobre un eventual retraso en la entrada en vigor, existe suficiente certidumbre sobre los requisitos regulatorios en numerosos ámbitos y de alto impacto para comenzar el abordaje del proyecto

Qué estamos observando en el Sector:



MiFID II en el Contexto Glogal de la Reforma Regulatoria del Sector Financiero

MiFID II incrementará las normas sobre protección del inversor y transparencia del mercado post-2017



2

Cuáles son los principales impactos/cambios bajo MiFID2 y MiFIR para la industria financiera en España

Principales Impactos bajo MiFID2 y MiFIR

MiFID2 y MiFIR constituyen un paquete normativo esencial con reglas detalladas sobre prácticamente todos los aspectos de los mercados de valores y la industria financiera; las nuevas normas sobre la **estructura de mercados** y la **negociación de instrumentos, clientes y protección del inversor, actividad Xborder**, así como **gobernanza y controles internos**, integran el mapa fundamental de impactos bajo el nuevo régimen MiFID2 y MiFIR.



- Nuevo concepto de “órgano de administración”
- Mayor control y seguimiento de la remuneración del staff de ventas
- Nuevas obligaciones de registro en los canales a distancia
- Designación de Agentes Vinculados obligatoria

- Nuevo régimen para las entidades de Terceros Estados con Pasaporte para prestar servicios a clientes “Profesionales y Contrapartes Elegibles sujetas a decisión equivalente por la Comisión
- Fortalecimiento de las obligaciones de monitorización y registro de operaciones
- Nuevas facultades de autorización/prohibición de productos y practicas comerciales para los supervisores nacionales
- Nuevas competencias a ESMA para limitar las posiciones en derivados

- Transparencia de Mercados:
- Requisitos de transparencia Pre- y Post- trade
 - “Incremento de los requerimientos de transparencia tanto para las Firmas de Inversión como para los centros/mercados de negociación
 - Nuevo concepto del “consolidated tape provider”
- Estructura de Mercados:
- OTFs como nuevos centros de negociación para los instrumentos “non-equity”
 - Nuevo régimen aplicables a los proveedores de trading de alta frecuencia y algorítmico

- Mayor supervisión y protección de clientes minoristas
- Nuevo concepto del “Asesoramiento Independiente”
- Régimen más estricto en materia de “product governance” tanto para los fabricantes de productos como para los distribuidores
- Nuevos requerimientos de evaluación de la idoneidad y un régimen obligacional más amplio en el ámbito de la evaluación de la conveniencia (i.e alcance mayor del concepto de productos complejos MiFID)
- Restricciones en incentivos permitidos con prohibición absoluta a los asesores independientes y a los gestores de carteras

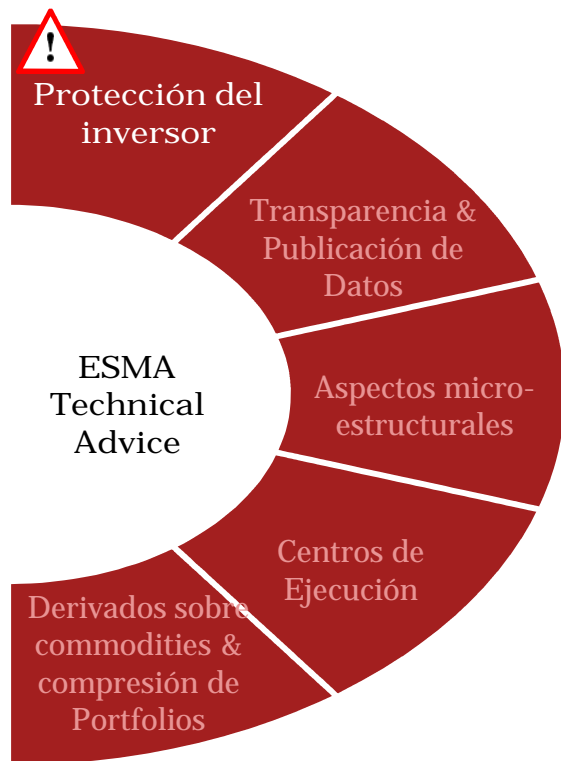
sobre commodities.

3

Protección del inversor

MiFID2 integra un marco de Medidas de Protección del inversor alineadas con la normativa UK en esta materia (RDR y Normativa sobre Conveniencia y Conducta)

En Q4-2014, ESMA publicó su “Technical Advice” para la adopción de los Actos Delegados, que se agrupan del modo siguiente:



Temas de Protección del inversor Regulados en Actos Delegados	Comercial/ Clientes	Políticas negocio / Compliance	Proced./ Procesos	Organización	IT
1. Asesoramiento & Uso Canales Distribución	X	X	X	X	X
2. Función de Cumplimiento		X	X	X	X
3. Gestión de Quejas y Reclamaciones	X	X	X		X
4. Record keeping & grabación de comunicaciones telefónicas	X	X	X	X	X
5. Product governance	X	X	X	X	X
6. Salvaguarda activos de clientes	X	X	X	X	X
7. Conflictos de interés	X	X	X	X	X
8. Aseguramiento & Colocación– conflictos de interés e información a la clientela	X	X	X	X	X
9. Información clara, fiel y no engañosa;	X	X	X		X
10. Remuneración	X	X	X	X	X
11. Información a clientes sobre asesoramiento e instrumentos financieros;	X	X	X	X	X
12. Incentivos permitidos	X	X	X		
14. Asesoramiento independiente;	X	X	X	X	X
15. Idoneidad / Conveniencia;/ Contratos con clientes / Reporting a clientes;	X	X	X	X	X
16. Gestión de ordenes de clientes / Mejor ejecución;	X	X	X		X
17. Supervisión de productos MiFID.	X	X	X	X	

Visión global de los ámbitos de impacto de MiFID 2

Ámbitos de mayor impacto



Incentivos



Registros



Formación



Infraestructura de Mercados



Diseño y Gobierno de Producto



Proceso de asesoramiento



Protección de Activos



Mejor Ejecución

Impacto IT



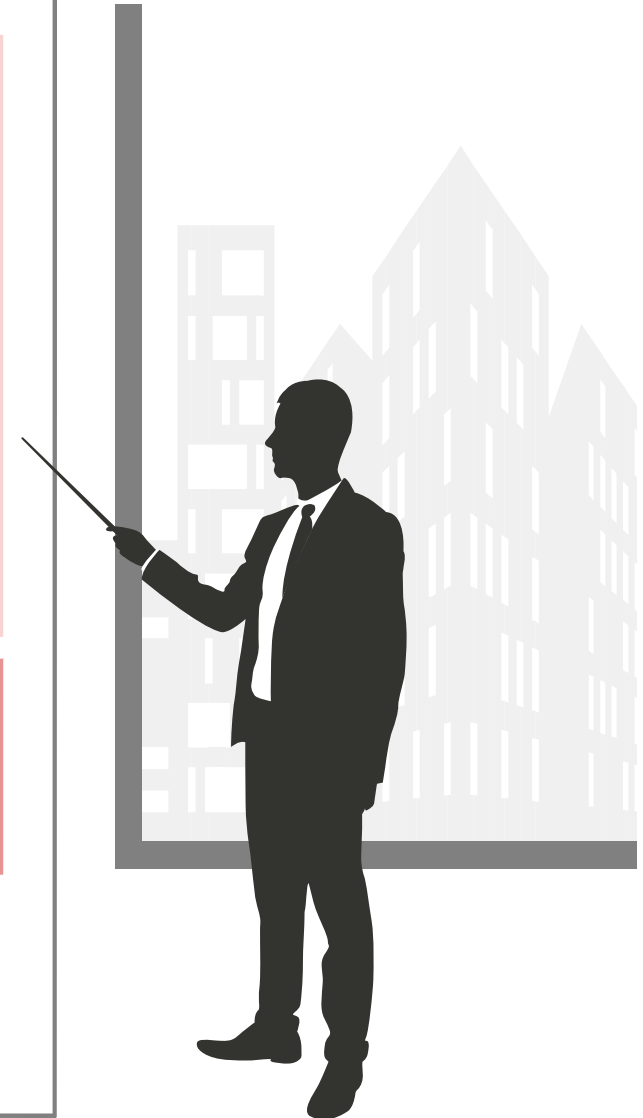
De manera transversal, referido a todas estas áreas, gran parte de los sistemas de IT se ven afectados



Quejas y reclamaciones



Conflictos de interés



4

Revisión de Algunos Aspectos Clave bajo MiFID 2

Extensión del Alcance de aplicación de la MiFID sobre servicios y productos similares

1. Depósitos Estructurados, aunque sean con capital garantizado, referenciados a: índices (excepto de tipos de interés), instrumentos financieros (acciones), materias primas o divisas; Depósitos estructurados son no complejos, salvo que la combinación de componentes dificulten el entendimiento del cliente sobre sus costes y riesgos;
2. Productos de Seguro-Inversión, quedan en el ámbito de la Directiva de Mediación², pero se establece la aplicación de procesos de evaluación de la conveniencia, determinadas reglas de prevención de conflictos de interés aplicables a estos instrumentos y ofrece a los EEMM la facultad de aplicar limitaciones en materia de incentivos en relación con estos productos (e.g. Holanda) en términos idénticos a MiFID²;

Incentivos Prohibidos - Art. 24 MiFID II

1. Prohibición de prácticas de retrocesiones (“incentivos”) en los ámbitos de gestión discrecional de carteras y asesoramiento independiente.
2. Facultad de “*National Rule*” para extender la prohibición de incentivos más allá de las relaciones de asesoramiento independiente y GDC (e.g. UK, Holanda...);
3. Foco en los esquemas de objetivos comerciales y política de remuneración a la red para no distribuir productos fuera del colectivo “definido” de clientes.
4. MIFID I: problema de costes de cumplimiento.
5. MIFID II además, problemática que afecta directamente a las fuentes de ingresos y al modelo de negocio.

Asesoramiento (independiente) (Art. 24) 1/2

1. El concepto de recomendación personalizada (factor esencial del asesoramiento) se mantiene y se acepta la consideración de asesoramiento a recomendaciones dirigidas a un grupo de destinatarios a través de un canal de distribución.
2. Indicación explícita del carácter “independiente” o “no independiente” del asesoramiento en la relación con el cliente;
3. Se podrá implementar un Modelo Integral de Asesoramiento: es posible prestar tanto asesoramiento dependiente como independiente pero siempre por Personal Diferenciado (i.e. obligación de evidenciar controles).
4. Implantación de un Modelo de Selección y Comparabilidad de Productos sobre los que se asesore: por tipo de emisor, tipo de producto (e.g. disponible en el mercado), factores de riesgo, complejidad & costes;
5. La evaluación no podrá limitarse a instrumentos financieros emitidos u ofrecidos por el Asesor, entidades vinculadas/con vínculos estrechos o por otras entidades con las que el Asesor tenga relaciones legales o económicas cercanas (e.g. contractuales).

Asesoramiento (independiente) (Art. 24) 2/2

1. El Modelo de asesoramiento Independiente Especializado (i.e. solo sobre un determinado tipo de producto): debe garantizar que el cliente acepta tal limitación y su interés se limita a ese tipo de producto y el Asesor confirme que es un servicio apropiado al cliente
2. Prohibición de aceptar o recibir incentivos en asesoramiento “independiente” pudiendo ser extensible la prohibición.
3. Posibilidad de beneficios no monetarios de carácter menor que mejoren la calidad del servicio y no impidan cumplir con el principio de actuación en el mejor interés del cliente, siempre que se revelen claramente.
4. En la evaluación de la idoneidad, se incrementa el énfasis en la tolerancia al riesgo del cliente y en su capacidad de soportar pérdidas.
5. Cuando se ofrezcan “paquetes de productos” o productos vinculados, el conjunto total debe ser idóneo, no sólo alguno de los componentes.
6. Las Firmas de Inversión se asegurarán de que el personal que formule recomendaciones dispone de conocimientos adecuados.

Evaluación de la Idoneidad

1. Responsabilidad explícita del Asesor en la ejecución de la evaluación de la idoneidad (i.e. carga de la prueba del lado del asesor).
2. El alcance de la recomendación es tanto para operaciones de compra, venta, canjes, mantener, etc.
3. Cuando se presta un servicio de GDC (no interviene el cliente) o de asesoramiento (requiere el envío de la orden por el cliente) a través de sistemas automáticos o semiautomáticos (robotrading), la obligación de efectuar la evaluación de la idoneidad corresponderá a la ESI que preste el servicio y no a la que ejecute las órdenes, si es distinta de aquella.
4. Se deberá emitir un Informe de la Recomendación, que integre los instrumentos recomendados y el “racional” de la recomendación.
5. En asesoramiento recurrente, el Informe de seguimiento no tendrá que integrar el histórico de lo recomendado sino exclusivamente los cambios en la cartera, pero confirmando la continuidad del carácter idóneo de lo recomendado al cliente tras los cambios operados.
6. Cuando se presta asesoramiento recurrente, existe la obligación de disponer información actualizada del cliente, manifestar al cliente la importancia de tal exigencia y aplicar controles de consistencia en la información facilitada por el cliente y herramientas de perfilado de clientes por riesgo, entre otras.

Información a clientes en los ámbitos de asesoramiento y GDC

1. *Informe Periódico de la cartera gestionada*: La regla general es que pasa a ser de una frecuencia trimestral en lugar de semestral .
2. Excepción para clientes con acceso web a la cartera gestionada: no exigencia de Informe periódico siempre que se garantice el acceso del cliente una vez por trimestre.
3. Asesoramiento recurrente. Cuando la ESI lo preste, deberá demostrar que dispone de los procedimientos adecuados para mantener información actualizada sobre los clientes.
4. Cuando en el ASES. o la GDC se preste un servicio que determine el cambio de instrumentos (ej. Venta de uno y compra de otro), la entidad deberá poder demostrar que los beneficios del cambio son más grandes que los costes.
5. La obligación de informar que existe cuando el patrimonio gestionado sufre pérdidas superiores al 25%, pasa a ser del 10% desde el inicio del último periodo. En los casos de que la cartera tenga productos apalancados, el umbral del 10% se calculará por cada instrumento.
6. Información sobre todos los costes y gastos asociados al servicio de inversión y a servicios auxiliares y su efecto acumulado en el retorno de la inversión, como mínimo una vez al año.

Información a clientes en los ámbitos de conveniencia (otros servicios)

1. En ofertas de paquetes de productos/productos combinados, el “paquete” debe ser adecuado para el cliente en términos de evaluación de la conveniencia.
2. No se requiere evaluación de conveniencia en servicios de solo ejecución/recepción y transmisión de órdenes, con las condiciones de MiFID I:
3. Créditos, préstamos para la adquisición de instrumentos financieros (margin loans) quedan dentro de la obligación de evaluación de la conveniencia.
4. Se concreta el requerimiento del Registro de la evaluación de Conveniencia: histórico de evaluaciones practicadas, las operaciones no convenientes ejecutadas a iniciativa del cliente y la evidencia de las advertencias de la entidad en estos casos.
5. Se recogen nuevas normas y clarificaciones acerca de qué es un producto complejo y, por tanto, sujeto a conveniencia.

Mejor Ejecución

1. Con carácter general, para un clientes minorista, la mejor ejecución “BE” se determinará en términos de contraprestación total, considerando el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución. A tales efectos, se tendrán en cuenta las tasas del centro de ejecución, las tasas de compensación y liquidación.
2. En casos de existir más de un centro de ejecución para un instrumento financiero, a los efectos de determinar la contraprestación total, se tendrán en cuenta las comisiones y costes de la propia empresa.
3. Para productos OTC en los que exista la obligación de negociación, la entidad debe comunicar al cliente el centro en el que acaba de ejecutar la orden. Estos centros, por su parte, deben publicar con una periodicidad anual los datos relativos a la calidad de la ejecución en dicho centro (costes, velocidad y probabilidad de la ejecución).
4. La política de BE debe ilustrar potenciales incentivos que perciba la Entidad derivados de la ejecución (i.e. indicación de rangos de incentivos o incentivos máximos conforme a practicas de mercado).
5. Se deben revisar los contenidos de las cláusulas de consentimiento del cliente a la política y a determinadas operativas especiales (e.g. ejecuciones fuera de mercado – indicación de riesgos de contrapartida).

Product Governance (Fabricantes)

1. El Consejo de Administración del fabricante es responsable efectivo del control y cumplimiento de las condiciones de “*product governance*” establecidas bajo MiFID II;
2. La Función de Compliance es la unidad de control de que las políticas de “*product governance*” se aplican y funcionan;
3. El diseño de cada producto estará sujeto a un “Producto Pre-clearance Test: conflictos de interés, remuneración, riesgo de dañar la integridad/funcionamiento ordinario del mercado, formación adecuada del personal involucrado en el diseño;
4. En los productos diseñados por terceros se deberán concretar en un acuerdo que distribuya las responsabilidades de los fabricantes.
5. Implantación de una Política de Productos MiFID:
 - a) segmentación del colectivo apto y no apto de clientes destinatarios de cada producto (e.g. necesidades, objetivos, características personales del colectivo, costes y comisiones adecuados para el segmento destinatario, el esquema de costes es transparente y comprensible para el colectivo definido);
 - b) Información del producto suficientemente estandarizable en consideración a los canales de distribución a utilizar;
 - c) Seguimiento regular de los productos manufacturados, especialmente si hay eventos que alteran la “idoneidad” del producto para el colectivo pre-definido;
6. Implantación de herramientas de “scenario analysis”: comportamiento y resultados en situaciones de mercado bajistas, situaciones de deterioro del emisor, existe sobre-demanda y provoca tensión en el emisor o en el mercado, etc.
7. Facultades de ESMA y EBA de prohibir la distribución de productos o de prácticas comerciales.

Product Governance (Distribuidores)

1. Similares responsabilidades del Consejo de Administración y la Función de Compliance en relación a la aplicación y control de la Política de Distribución de Productos MiFID;
2. Para productos manufacturados por “non-MiFID Firms” la responsabilidad de definición del colectivo apto y no apto recae en el Distribuidor.
3. Implantación de una Política de Comercialización de Productos MiFID:
 - a) ajuste del colectivo apto y no apto de clientes destinatarios de cada producto en base a la información disponible del portfolio de clientes del distribuidor y “matching” con las pautas de segmentación facilitadas por el “Fabricante”.
 - b) Información del producto suficientemente estandarizable en consideración a los canales de distribución a utilizar;
 - c) Seguimiento regular de los productos distribuidos, especialmente si hay eventos que alteran la “idoneidad” del producto para el colectivo pre-definido;
 - d) ¿Obligación o recomendación? Sobre el Distribuidor de facilitar al Fabricante información sobre las ventas de productos para mejorar la segmentación de colectivos destinatarios.
6. Implantación de un modelo de formación a la red comercial sobre los productos comercializados (i.e. riesgos, características del producto y del perfil, necesidades y objetivos de los destinatarios aptos);
7. Implantación de sistema de “reporting” periódico al Consejo de Administración sobre los productos comercializados y servicios de inversión prestados por segmento de clientela; este “reporting” será transparente a la CNMV y a ESMA.
8. Impacto en contratos de distribución de productos MiFID: responsabilidad legal última en el Distribuidor de asegurar cláusulas contractuales que permitan cumplir con sus obligaciones de product governance (e.g. especialmente cuando el fabricante es non-EU Firm).

Corporate Governance de las Entidades de Inversión

1. Nuevos requerimientos en materia de gobierno corporativo y sobre altos cargos (no ejecutivos), así como requisitos adicionales derivados de otros cuerpos normativos (e.g. CRD IV).
2. Introducción del nuevo concepto de “órgano de administración”: órgano de gobierno de una Firma de Inversión, incluyendo las funciones de supervisión y dirección (i.e. todas las personas que intervengan en la llevanza efectiva del negocio).
3. Refuerzo de los criterios para la selección de una alta dirección cualificada: los puestos de dirección y supervisión deben poder dedicar tiempo suficiente para realizar su función y aplicación de criterios de diversidad en su composición.
4. Control más estricto de la remuneración del personal (e.g. parámetros de la remuneración variable) que presta asesoramiento o llevan a cabo la comercialización de productos frente a clientes. Dicha remuneración no debe provocar que dicho personal incumpla las obligaciones de actuar en el mejor interés de los clientes.
5. Fortalecimiento de la función del “Compliance Officer”

Conflictos de Interés

1. Reforzamiento del principio de prevenir el conflicto de interés y asegurar que la “revelación al cliente” es el último recurso posible.
2. Para los casos de “revelación” se debe acompañar de información completa sobre medidas de prevención aplicadas ex- ante (i.e. detalle de la naturaleza del conflicto, los riesgos para el cliente).
3. CNMV/ESMA, en inspecciones, pueden considerar si la entidad descansa en una excesiva utilización de la regla de “revelación” como una deficiencia en la política de gestión de conflictos de interés.
4. Foco especial en servicios de (i) análisis financiero, (ii) colocación y aseguramiento de instrumentos y (iii) remuneraciones del staff MiFID.
5. Pago/recepción de incentivos a/por terceros se regulan bajo la consideración de conflictos de interés.

Facultades de Intervención de ESMA/CNMV

1. Amplia facultad de prohibición/limitación a la distribución de productos MiFid/prácticas comerciales que integren (a) riesgos a la protección del inversor, (b) supongan una amenaza al funcionamiento del mercado ó (c) supongan un riesgo de alteración a la estabilidad del mercado:
 - a) Complejidad del producto/servicio o práctica comercial desarrollada (falta de transparencia en elementos esenciales del producto, método de cálculo de rentabilidad complejo, naturaleza y escala de riesgos, complejidad de términos y condiciones contractuales);
 - b) La materialidad del potencial daño a producir (e.g. número de inversores afectados, valor notional del instrumento, materialidad del instrumento en las carteras de inversores, etc.)
 - c) Categoría de clientes afectados;
 - d) Componentes del instrumento financiero (e.g. apalancamiento, iliquidez de los subyacentes, etc.)
 - e) Disparidad entre el retorno esperado y el riesgo de pérdida del producto;
 - f) El “pricing” y costes asociados del producto;
 - g) El nivel de sofisticación del producto/servicio;
 - h) Las “malas” prácticas comerciales aplicadas;
 - i) La situación del emisor del producto;
 - j) Otras circunstancias discrecionales para NCAs/ESMA.

5

Infraestructuras de Mercados MiFIR y MIFID II

Principales Impactos bajo MiFID2 y MiFIR

MiFID2 y MiFIR constituyen un paquete normativo esencial con reglas detalladas sobre prácticamente todos los aspectos de los mercados de valores y la industria financiera; las nuevas normas sobre la **estructura de mercados** y la **negociación de instrumentos, clientes y protección del inversor, actividad Xborder**, así como **gobernanza y controles internos**, integran el mapa fundamental de impactos bajo el nuevo régimen MiFID II y MiFIR.



INFRAESTRUCTURA DE MERCADOS

IMPACTOS MÁS HABITUALES (1/3)

- Nueva regulación de los internalizadores sistemáticos. Puede obligar a que en determinadas emisiones la entidad tenga que cumplir determinados requisitos de transparencia pre-negociación.
- Obligación de publicar post-trade las operaciones realizadas, tanto por cuenta propia como por cuenta de los clientes (arts. 21 y 22 MIFIR)
- Obligación de negociar derivados en un Centro de Negociación cuando estos hayan sido sujetos a dicha obligación. A tales efectos, no solo tienen esta consideración los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (MTF) y los Sistemas Organizados de Contratación (OTF), sino también los centros de negociación de terceros países que las Comisión haya declarado equivalentes a estos efectos.

INFRAESTRUCTURA DE MERCADOS

IMPACTOS MÁS HABITUALES (2/3)

- Si la ESI realiza servicios de compresión de carteras deben hacerlo público mediante un APA (Agente de Publicación Autorizado) los volúmenes de las operaciones objeto de la compresión de carteras, así como el momento en el que tuvieron lugar. Pero no sujetas a la obligación de ejecución en las condiciones más ventajosas para los clientes ni a las normas de transparencia pre-negociación. Art. 31 MIFIR
- Negociación algorítmica general
 - a) La empresa que se dedique a ello deberá implantar sistemas y controles de riesgo adecuados a sus actividades.
 - b) También deberá notificar a la NCA del Estado miembro de la UE de su domicilio y a la NCA del Estado donde esté radicado el centro de negociación en donde realice la negociación algorítmica.
 - c) Deberá tener a disposición de la NCA una descripción de la naturaleza de su estrategia de negociación, así como detalle de los parámetros que utilice (algoritmos solo de ejecución).

INFRAESTRUCTURA DE MERCADOS

IMPACTOS MÁS HABITUALES

- Negociación algorítmica de alta frecuencia
 - Cumplir los requisitos generales del trading algorítmico
 - Conservar los registros de órdenes, incluidas las canceladas, y de manera secuencial.
- Creación de mercado. Las entidades que lo realicen deberán:
 - Verificarlo de manera continuada en horario comercial
 - Suscribir acuerdo vinculante por escrito con el rector del mercado
 - Establecer sistemas que garanticen el cumplimiento de obligaciones
- Acceso electrónico directo. Las entidades que lo den a sus clientes deberán:
 - Implantar sistemas para garantizar la revisión de la idoneidad de los clientes.
 - Que los clientes no pueden exceder de unos umbrales preestablecidos de negociación y riesgo.

INFRAESTRUCUTRA DE MERCADOS

IMPACTOS MÁS HABITUALES

- Sincronización de relojes comerciales. Art. 50 MIFID II
- Entidades que negocien derivados de materias primas, derechos de emisión o derivados de estos. Art. 58 MIFID II
 - Obligación de comunicar al organismos rector del centro de negociación los datos de sus propias posiciones y las de sus clientes.
 - Obligación de reportar a diario.
 - Las personas que sean parte de estos derivados, a los efectos de las comunicaciones, se clasificarán en algunas de las categorías que recoger la directiva.

Muchas Gracias

Contactos

Gemma Moral

Socio de TLS (Tax & Legal)

T: 915 684 467

E: gemma.moral@es.pwc.com

Alberto Calles

Socio de Regulación & Riesgos

T: 915 684 931

E: alberto.calles.prieto@es.pwc.com

Abraham Carpintero

Senior Concelour de TLS (Tax & Legal)

T: 915 684 334

E: abraham.carpintero@es.pwc.com

José Luis Rey

Senior Manager Governance, Risk & Compliance

T: 915 684 348

E: jose_luis.rey.lopez@es.pwc.com



El presente documento ha sido preparado a efectos de orientación general sobre materias de interés y no constituye asesoramiento profesional alguno. No deben llevarse a cabo actuaciones en base a la información contenida en este documento, sin obtener el específico asesoramiento profesional. No se efectúa manifestación ni se presta garantía alguna (de carácter expreso o tácito) respecto de la exactitud o integridad de la información contenida en el mismo y, en la medida legalmente permitida. PricewaterhouseCoopers, S.L., sus socios, empleados o colaboradores no aceptan ni asumen obligación, responsabilidad o deber de diligencia alguna respecto de las consecuencias de la actuación u omisión por su parte o de terceros, en base a la información contenida en este documento o respecto de cualquier decisión fundada en la misma.

© 2016 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.