



Expectativas contenidas:  
contracción del crédito,  
atonía de la demanda e  
incremento de la morosidad

## Encuesta a la Dirección Financiera en España





# Encuesta a la Dirección Financiera: Conclusiones

## Expectativas Contenidas

### Puntos clave de la encuesta del segundo trimestre de 2009

- El 92% de los Directores Financieros encuestados considera que la situación de la economía española es mala o muy mala y el 88% no prevé una mejoría hasta el segundo semestre de 2010 y posteriores.
- La mayor preocupación para el segundo semestre del 2009 es la evolución de la demanda, el incremento de la morosidad y el acceso a la financiación en el mercado.
- Las condiciones para conceder créditos son restrictivas y los Directores Financieros creen que esta situación persistirá hasta que se inicie la recuperación.
- Más de tres cuartas partes de los Directores Financieros opina que los balances de las empresas españolas están excesivamente apalancados. A pesar de ello, continúan dirigiendo su atención hacia la deuda bancaria a la hora de buscar financiación.
- Los Directores Financieros creen que las acciones están infravaloradas y esperan que el índice IBEX 35 evolucione al alza en los próximos 12 meses.
- Existe optimismo con respecto al relanzamiento de la actividad de fusiones y adquisiciones.
- En la coyuntura actual, las empresas de los encuestados se están centrando en la reducción de costes, la optimización de la estructura y dimensión organizativa, la gestión del circulante y las políticas de gestión de riesgos.
- Un 89% de los Directores Financieros opina que no es un buen momento para asumir mayores riesgos en sus balances.
- Las áreas de actuación más importantes para la Dirección Financiera apuntan hacia la mejora del rendimiento, la optimización de los flujos de caja, así como la mejora de la estructura de costes y eficiencia de la organización.

Con el objetivo de ofrecer una visión sobre cómo están actuando las empresas ante las actuales condiciones económicas, Deloitte ha puesto en marcha en España la Encuesta trimestral: "Dirección Financiera, actitudes y reacciones de las empresas españolas ante la actual coyuntura".

En esta encuesta, realizada entre el 15 de junio y el 10 de julio, han participado un total de 161 Directores Financieros, siendo de un 27% el porcentaje de representación de empresas cotizadas y del IBEX 35.

### No se vislumbran signos de recuperación

La encuesta se ha realizado en un entorno de intensa contracción de la actividad económica durante el segundo trimestre de 2009 y así lo manifiestan el 92% de los Directores Financieros, que consideran que la situación de la economía española es mala o muy mala. Además, los encuestados no parecen ver síntomas de recuperación a corto plazo ya que un 49% considera que no se producirá una mejoría de los principales indicadores económicos hasta el segundo semestre de 2010, mientras un 39% sitúan la mejoría en el 2011 y siguientes. Por otra parte, desde el punto de vista de los Directores Financieros encuestados, no parece que las medidas tomadas por el Gobierno estén dando frutos ya que un 84% las consideran poco efectivas.

En el contexto actual, los temas de preocupación dominantes para el segundo semestre del 2009 son la evolución de la demanda y la confianza de los consumidores, la morosidad, el acceso a la financiación y la situación económica general. Destacan respuestas como: "No se vislumbran signos de recuperación", "Atonía de la demanda" o "El aumento continuado de la morosidad", frases que son un claro ejemplo del sentimiento de preocupación de los Directores Financieros.

### Condiciones de financiación: una de las mayores preocupaciones

La encuesta revela que las condiciones de financiación continúan siendo restrictivas y una gran mayoría de los Directores Financieros considera que el crédito es caro y de difícil acceso. Además, ninguna de las fuentes de financiación tradicionales se presenta como atractiva para la mayoría de los encuestados.

Respecto a la situación patrimonial de las empresas españolas, un 79% de los Directores Financieros estima que su nivel de apalancamiento es muy elevado.

A pesar de estas condiciones, la deuda bancaria sigue siendo la primera opción como fuente de financiación y un 58% prevé que la utilizará en los próximos 12 meses, mientras que tan sólo un 6% considera la financiación a través de la emisión de acciones.

### **Las acciones están baratas: optimismo en relación con las operaciones de fusión y adquisición.**

La falta de atractivo de las acciones como medio de financiación es coherente con que un 52% de los Directores Financieros considere que las acciones están infravaloradas. Además, un 69% de los Directores Financieros españoles espera que el índice bursátil IBEX 35 mejore en el plazo de un año.

Ante esta situación de infravaloración de acciones, los Directores Financieros tienen una visión optimista de la actividad de fusiones y adquisiciones. El 79% de los encuestados predice un aumento de estas operaciones a lo largo del próximo año.

En lo que se refiere al nivel de rentabilidad para el accionista, la mayoría de los Directores Financieros de empresas cotizadas la consideran alta, mientras que los de empresas no cotizadas consideran que está a niveles normales.

### **Estrategias frente a la recesión: optimización de los flujos de caja**

A medida que la desaceleración se agrava y las esperanzas de una pronta recuperación se desvanecen, el recorte de costes se ha convertido prácticamente en estrategia universal. Casi un 95% de los Directores Financieros planea recortar o ya ha recortado los costes corporativos y generales así como los operativos y comerciales. Un 92% de ellos espera optimizar la estructura y dimensión organizativa de la empresa y un 88% plantea la optimización de la gestión del circulante.

Asimismo, una de las mayores preocupaciones de los Directores Financieros es el riesgo financiero de su balance. La mayoría de los Directores Financieros encuestados considera que tanto el riesgo financiero como el operacional han aumentado a lo largo de los

últimos doce meses. Además se identifica una gran aversión al riesgo ya que un 89% de los encuestados considera que es un mal momento para asumir riesgos adicionales en sus balances.

Las prioridades de la Función Financiera se adaptan al nuevo entorno y a las estrategias previstas: la mejora de la gestión y control del rendimiento, la optimización de los flujos de caja, así como la mejora de la estructura de costes y eficiencia de la organización, se alcanzan como las áreas de máxima relevancia.

### **Comparación de la encuesta en España con la experiencia de Deloitte en el extranjero**

Los Directores Financieros de las empresas españolas tienen una visión más negativa respecto a la mejora de los principales indicadores económicos y a la recuperación de la demanda que sus homólogos de otros países europeos como el Reino Unido.

También existen discrepancias en cuanto a las preferencias respecto de las fuentes de financiación. En España la deuda bancaria se presenta como la forma más atractiva de financiación externa, mientras que en el Reino Unido la emisión de acciones, favorecida por un mercado corporativo más desarrollado, desplaza a la deuda bancaria como primera opción de financiación.

La perspectiva global sobre la evolución del Ibex 35 y el FTSE100 es aparentemente positiva, aunque es más optimista respecto de la evolución del Ibex 35 que del FTSE100.

### **El futuro**

Cuanto mayor sea la capacidad para identificar tendencias y posibles puntos de inflexión, mayor será el valor de los datos de la encuesta. La encuesta de la Dirección Financiera en España se va a realizar de forma trimestral. La siguiente edición, correspondiente al tercer trimestre de 2009, tendrá lugar durante la segunda mitad del mes de septiembre.

### **Participe en futuras encuestas**

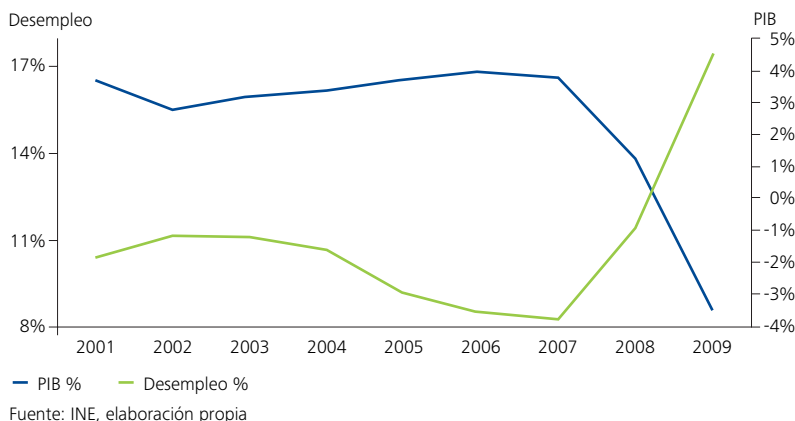
Si desea participar en nuestras encuestas, le invitamos a ponerse en contacto con nosotros y a solicitar su inclusión. Para ello, por favor póngase en contacto con Silke Morá a través de la dirección de correo electrónico [smora@deloitte.es](mailto:smora@deloitte.es) o a través del número de teléfono 91 514 50 00.

### **Contacto**

Jesús Navarro  
Socio Responsable del  
Programa de Directores  
Financieros de Deloitte  
en España

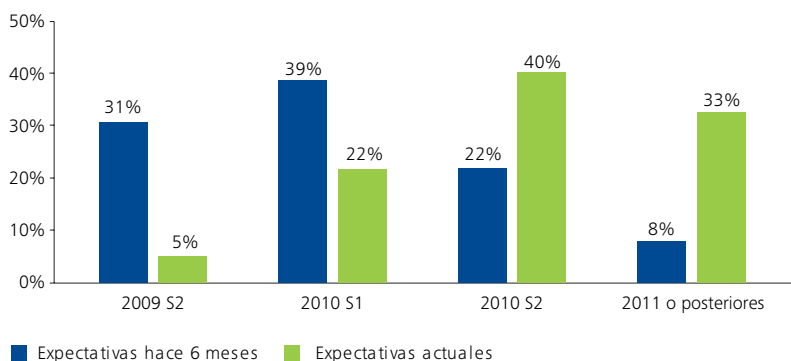
# No se vislumbran signos de recuperación

**Gráfico 1. Evolución del PIB y el Desempleo en España**



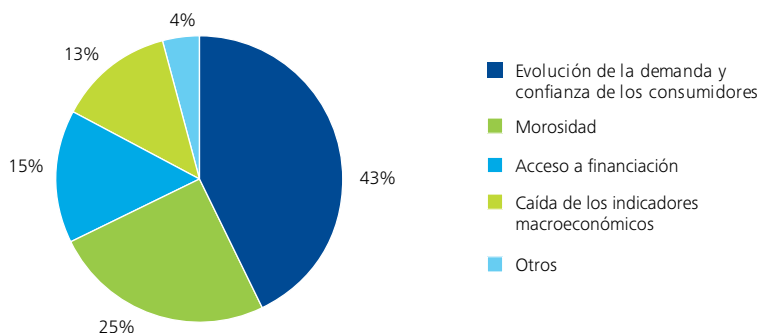
**Gráfico 2. Expectativas de crecimiento de la demanda**

% de encuestados que esperan una aceleración de la demanda de productos y servicios de su empresa en:



**Gráfico 3. Preocupaciones para el segundo semestre de 2009**

% de Directores Financieros cuya mayor preocupación para el segundo semestre de 2009 es:



<sup>1</sup> El Barómetro de Empresas es una encuesta de carácter semestral que elabora Deloitte en colaboración con El País, en el que se realiza una radiografía de la realidad económica española, comparando los indicadores de tendencia sistemáticamente en dos periodos al año. La edición publicada en enero recoge el análisis, del segundo semestre del 2008, del comportamiento de los principales indicadores económicos y las previsiones de los panelistas para el primer semestre 2009.

España, al igual que el resto de países de la Unión Europea, se enfrenta a una severa contracción económica que vió sus momentos más difíciles durante el primer trimestre 2009, durante el cual el PIB registró un retroceso del 3%. Uno de los principales factores explicativos sería el fuerte descenso de la demanda doméstica.

En este contexto, más del 90% de los Directores Financieros encuestados considera que España se encuentra actualmente en una mala o muy mala situación económica.

Los Directores Financieros encuestados tienen una visión particularmente negativa acerca de cuándo se producirá la recuperación de la actividad económica, dado que un 88% considera que tendrá lugar a partir del segundo semestre de 2010. En referencia a la demanda, en el último semestre se ha producido un empeoramiento de las perspectivas de los Directores Financieros sobre su recuperación. En el "Barómetro de empresas"<sup>1</sup> publicado en enero de 2009, la gran mayoría de los panelistas consideraban que la aceleración de la demanda se produciría entre el segundo semestre del 2009 y el primer semestre del 2010, mientras que en la actualidad se espera que suceda a partir de mediados de 2010.

Esta percepción de la recuperación coincide con las cifras publicadas por el Banco de España en su Boletín Económico de junio, en el que, no obstante, además afirma que "en función de determinados indicadores de coyuntura, el ritmo de contracción económica está siendo menos acusado que en el trimestre anterior".

En términos de flujos de caja, las expectativas son mejores y el 53% considera que la generación de fondos aumentará en los próximos 12 meses.

Ante las dimensiones que ha alcanzado la crisis, el Gobierno de España ha aplicado medidas para hacer frente al deterioro económico. La opinión mayoritaria de los Directores Financieros, un 84%, considera que estas medidas han sido poco o muy poco efectivas.

Respecto a cuáles son las principales preocupaciones de la Dirección Financiera para el segundo semestre del 2009, los encuestados destacan mayoritariamente 4 aspectos: la evolución de la demanda y la confianza de los consumidores, la morosidad, el acceso a la financiación y el contexto económico.

# Condiciones de crédito: una de las mayores preocupaciones

En líneas generales, los resultados de la encuesta sobre condiciones de crédito y situación de los tipos de interés se asemejan a la evolución y la tendencia de los mercados.

El Banco Central Europeo mantiene sus medidas expansivas sin precedentes con el fin de rebajar las tensiones en los mercados de crédito, llevando los tipos oficiales hasta situarlos en un 1% e implementando medidas excepcionales. Estas medidas se han traducido en una relajación en los niveles de tipos de interés tanto a corto como a largo plazo.

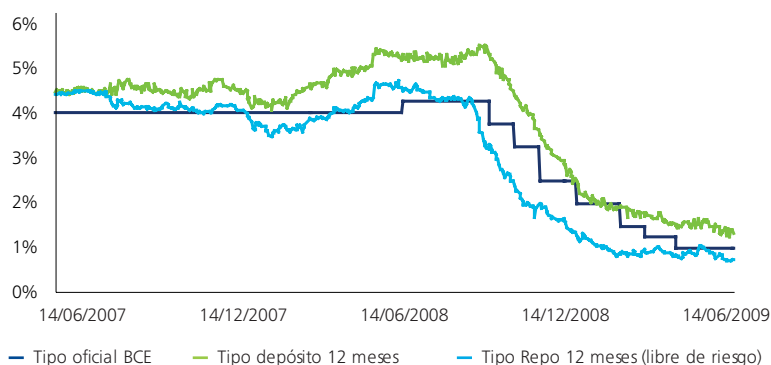
La encuesta capitaliza el nuevo escenario y un 76% de los Directores Financieros considera que los tipos de interés se encuentran bajos.

A pesar de los esfuerzos de la autoridad monetaria, los efectos de la crisis financiera persisten y se reflejan en las respuestas relativas a coste y disponibilidad de la nueva financiación. Un 67% de los Directores Financieros encuestados considera elevado el coste de nueva financiación y un 95% la considera de difícil acceso, siendo además pesimistas las perspectivas de mejora, ya que un 72% de los encuestados, no prevé una mejoría en el precio y la disponibilidad del crédito hasta a partir del segundo semestre del 2010.

Además, el 79% considera que el nivel de apalancamiento de las empresas es muy elevado y un 52% considera poco atractivas las fuentes de financiación tradicionales.

Sin embargo, a pesar de los problemas de disponibilidad, coste, nivel de apalancamiento y falta de atractivo, una amplia mayoría de los Directores Financieros prevé financiarse con deuda bancaria en los próximos 12 meses, mientras que la emisión de deuda y de acciones quedan en un plano muy alejado.

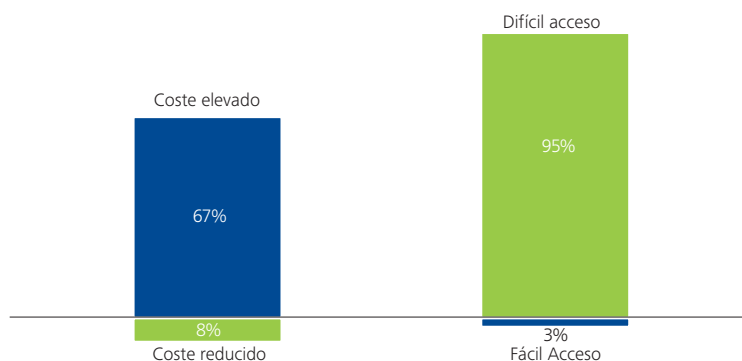
**Gráfico 4. Evolución tipo oficial BCE, tipo depósito 12 meses y tipo repo 12 meses Zona Euro**



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

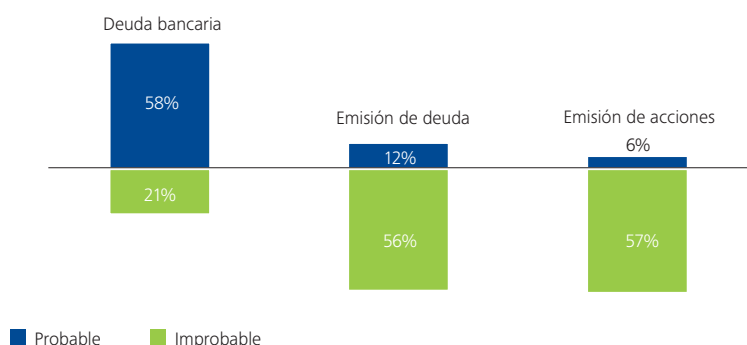
**Gráfico 5. Coste y disponibilidad de las fuentes de financiación tradicionales**

% de encuestados que consideran que la nueva financiación tiene un coste elevado/reducido y es fácil/difícil de conseguir



**Gráfico 6. Expectativas de utilización de fuentes de financiación**

% de encuestados que considera probable o improbable la utilización de cada fuente de financiación en los próximos 12 meses



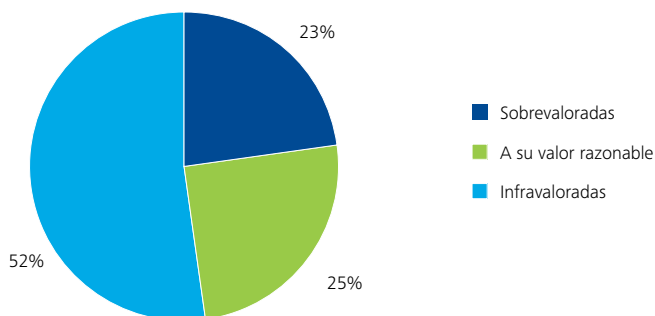
# Perspectiva de mercado: las acciones están baratas, optimismo en relación con las operaciones de fusión y adquisición

La mayoría de los Directores Financieros considera que las empresas cotizadas están infravaloradas en el mercado español, si bien hay encuestados que opinan que están a su valor razonable o incluso que están sobrevaloradas. Si distinguimos los puntos de vista entre empresas cotizadas y no cotizadas las percepciones cambian. Un 80% de los Directores Financieros de empresas cotizadas las califican de infravaloradas, porcentaje muy similar cuando se les pregunta específicamente por la valoración del mercado de su propia empresa. Por su parte, sólo un 48% de los Directores Financieros de empresas no cotizadas aprecian dicha infravaloración, incluso un 25% consideran que están sobrevaloradas.

La opinión respecto a la valoración actual de los activos inmobiliarios es más unánime, considerando un 73% de los encuestados que están sobrevalorados.

Asimismo la gran mayoría de los Directores Financieros encuestados capitaliza la situación actual del índice bursátil IBEX 35 que está experimentando un repunte desde los mínimos alcanzados, ya que el 69% sitúa al selectivo en niveles más altos, o significativamente más altos, que los actuales en el plazo de doce meses.

**Gráfico 7. Percepción de la valoración de las empresas cotizadas en España**  
% de Directores Financieros que considera que las empresas cotizadas están:



La percepción predominante de que las acciones están baratas concuerda con un optimismo respecto de las operaciones de fusión y adquisición. Un 79% de los Directores Financieros españoles opina que el nivel de actividad de adquisiciones y fusiones en España aumentará durante los próximos 12 meses.

En relación al nivel de rentabilidad para el accionista, los puntos de vista son completamente diferentes según se trate de empresas cotizadas o no cotizadas. Un 43% de los Directores Financieros de empresas cotizadas son de la opinión de que la rentabilidad para el accionista es alta en comparación con niveles de inversiones alternativas, mientras que en el caso de empresas no cotizadas sólo un 18% comparten esta opinión.

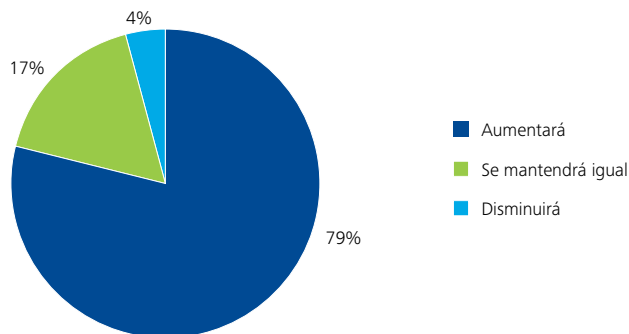
**Gráfico 8. Evolución Ibex 35**



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

**Gráfico 9. Expectativas respecto al nivel de actividad de fusiones y adquisiciones**

% de Directores Financieros que considera que el número de fusiones y adquisiciones:

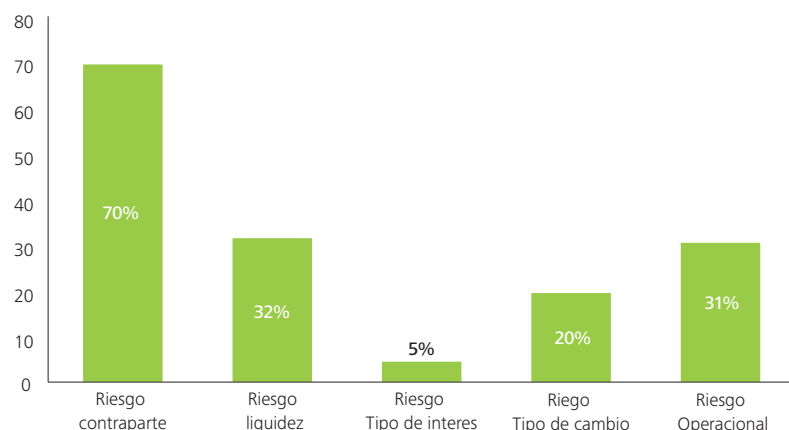


# Estrategias frente a la recesión: optimización de los flujos de caja

**Gráfico 10. Estrategias frente a la crisis crediticia y la ralentización del crecimiento económico**  
% de encuestados que está aplicando o es probable que siga cada una de las siguientes estrategias



**Gráfico 11. Evolución del nivel de riesgo operacional y financiero**  
% Neto de encuestados que considera que se ha incrementado



En estos tiempos de incertidumbre, las medidas de recorte de costes son prácticamente universales como forma de optimizar los flujos de caja. Más de un 90% de las empresas de los Directores Financieros encuestados tiene previsto reducir o ya ha reducido los costes corporativos y generales, así como los operativos y comerciales y una amplia mayoría prevé optimizar o está optimizando la estructura y dimensión corporativa y la gestión de circulante operativo.

Asimismo, como resultado de la crisis actual, las empresas tienden a controlar más y reducir los riesgos en sus balances. Más del 70% de los encuestados ha establecido o prevé establecer políticas de gestión de riesgo operativo y financiero. Estas estrategias responden a la percepción de aumento del nivel de riesgo financiero y operacional. En este sentido, los Directores Financieros consideran que han aumentado el riesgo operacional y financiero y en especial el riesgo de contraparte, en línea con el incremento de morosidad manifestado como preocupación de cara al segundo semestre del 2009.

Sin embargo, tan sólo un 32% de estos Directores Financieros realiza operaciones para la cobertura de estos riesgos, porcentaje que se reduce al 15% si no consideramos las coberturas de los riesgos de tipo de interés y tipo de cambio.

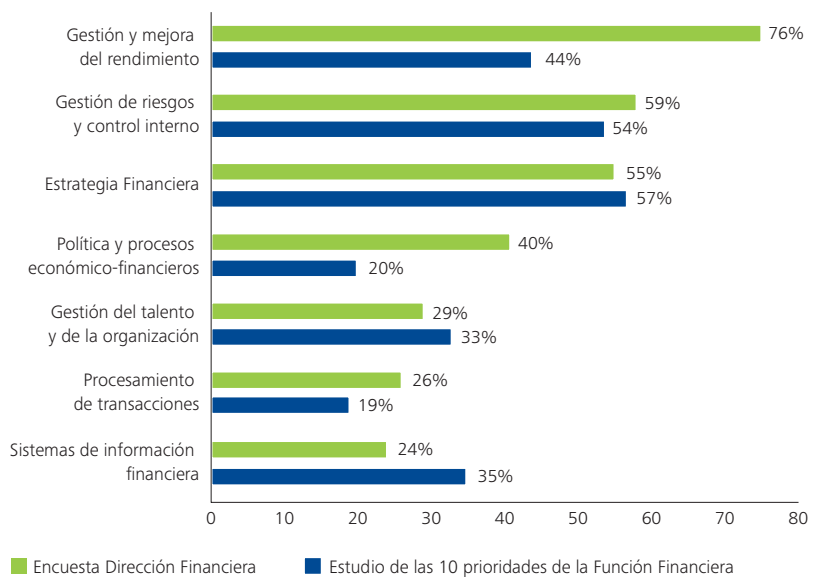
Además de la gestión de los riesgos actuales, la encuesta muestra que los Directores Financieros se han vuelto más reacios a incrementar la exposición a nuevos riesgos. Un 89% opina que no es buen momento para asumir mayores riesgos en sus balances.

Este nuevo marco también modifica las prioridades de la Función Financiera respecto a las presentadas hace un año por Deloitte en el estudio de "Las 10 Prioridades de la Dirección Financiera en España"<sup>2</sup>. La complejidad de los mercados financieros actuales y la ralentización del crecimiento económico han hecho necesaria la adaptación de estas prioridades: si bien la gestión y mejora del rendimiento, la gestión de riesgos y control interno y la estrategia financiera siguen siendo las mayores áreas de relevancia, el peso relativo de la primera se incrementa de forma significativa, en detrimento de otras como los Sistemas de Información Financiera.

Asimismo, en línea con las estrategias previstas y, en respuesta a las mayores preocupaciones manifestadas por los Directores Financieros para el segundo semestre del 2009, la optimización de los flujos de caja y la mejora en la estructura de costes toman un papel relevante en las áreas de actuación de la Dirección Financiera.

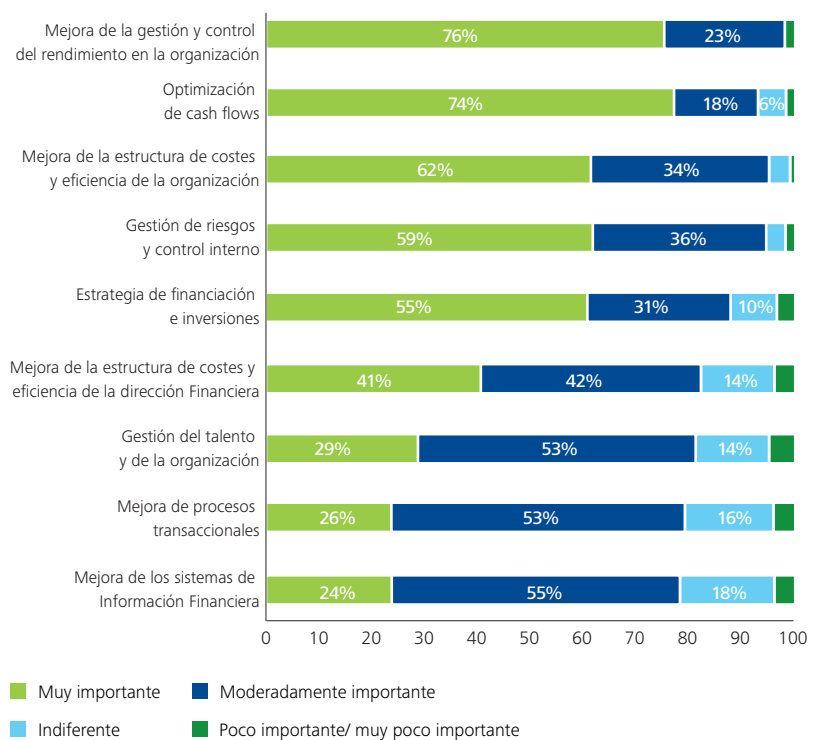
**Gráfico 12. Evolución de las prioridades de la función financiera**

% de encuestados que consideran las siguientes áreas como importantes para la Dirección Financiera:



**Gráfico 13. Prioridades de la Dirección Financiera**

% de encuestados que consideran las siguientes áreas de actuación como:



<sup>2</sup> El estudio "Las 10 Prioridades de la Dirección Financiera en España" publicado por Deloitte en el primer semestre de 2008, analizaba, en base a los resultados de una encuesta realizada a 277 empresas españolas, los principales retos y claves que la Función Financiera en España debería acometer para desarrollar con éxito sus responsabilidades en las organizaciones.

# Comparación de la encuesta en España con la experiencia de Deloitte en el extranjero

Actualmente Deloitte está llevando a cabo esta encuesta en 8 países diferentes. Si comparamos la encuesta de la Dirección Financiera en España con la de otros países en el mismo período, nos encontramos con que los Directores Financieros en España tienen una visión más negativa respecto a la recuperación de la demanda y la mejora de las condiciones de crédito que sus homólogos en otros países.

La Encuesta de Deloitte a la Dirección Financiera de España se ha realizado por primera vez en el segundo semestre de 2009. En el Reino Unido, sin embargo, la encuesta del segundo trimestre de 2009 constituye la octava encuesta consecutiva a Directores Financieros del país realizada por Deloitte.

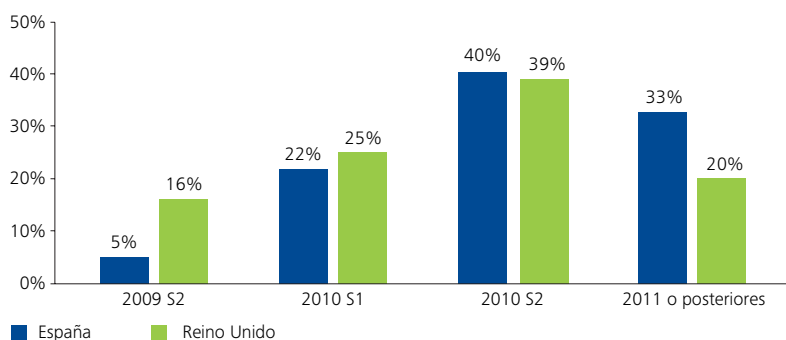
La comparación de los resultados de ambas encuestas pone de manifiesto las siguientes conclusiones:

## Los Directores Financieros españoles son más pesimistas que sus homólogos británicos.

Un 39% de los Directores Financieros españoles prevé que la economía se recuperará en el año 2011 o posteriores. Por su parte, tan sólo un 23% de los británicos sitúan la recuperación en ese período, concentrándose la mayoría en la recuperación durante el 2010. Lo mismo ocurre con la recuperación de la demanda: el 33% de los Directores Financieros españoles esperan una aceleración del crecimiento de la demanda de los productos y servicios de su empresa a partir del 2011, mientras que sólo un 20% de sus homólogos británicos la sitúan en este período, previendo la mayoría de ellos el crecimiento en el segundo semestre del 2010. A modo de referencia, la Comisión Europea cree que la economía se recuperará antes de finales de 2010.

**Gráfico 14. Expectativas de crecimiento de la demanda**

% de Directores Financieros en España vs Reino Unido que espera una aceleración de la demanda de productos y servicios de su empresa en los siguientes períodos:



### Contracción del crédito y fuentes de financiación

En referencia a la disponibilidad y coste de financiación, los Directores Financieros españoles coinciden en sus resultados con los británicos. De hecho, tanto en España como en Reino Unido más del 70% de los encuestados considera difícil obtener financiación, si bien refiriéndonos al coste, sólo un 67% de los españoles consideran elevado el coste de nueva financiación, mientras que en Reino Unido el porcentaje se sitúa en el 82% de los encuestados.

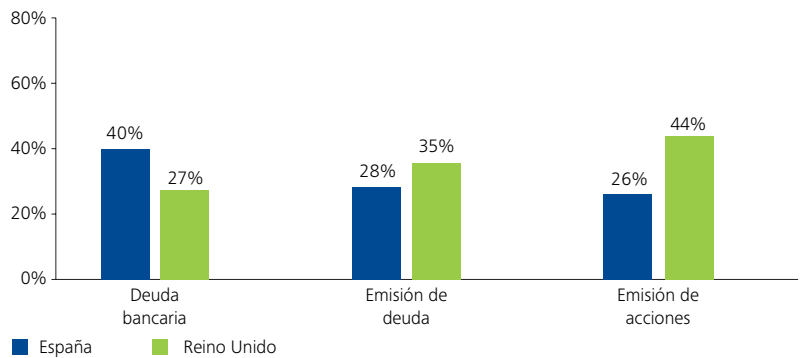
Las respuestas de ambas encuestas difieren de manera importante en cuanto a preferencias sobre fuentes de financiación. Mientras que en el Reino Unido la emisión de acciones, favorecida por un mercado corporativo más desarrollado, ha desplazado a la deuda bancaria como medio de financiación más atractivo, en España esta alternativa es la mejor valorada. Por otra parte, los Directores Financieros de ambos países, consideran que la situación patrimonial de las empresas de su país está muy apalancada, si bien el porcentaje de encuestados españoles con esta percepción asciende al 79% frente al 50% británico.

### Subida del IBEX 35 y del FTSE en el próximo año

La perspectiva global sobre la evolución del valor de los índices IBEX35 y FTSE100 a finales de año es aparentemente positiva. Tanto en el Reino Unido como en España la expectativa es que ambos índices acabarán subiendo más. Además en ambos lados del Canal de la Mancha hay gran optimismo respecto a la actividad de fusión y adquisición.

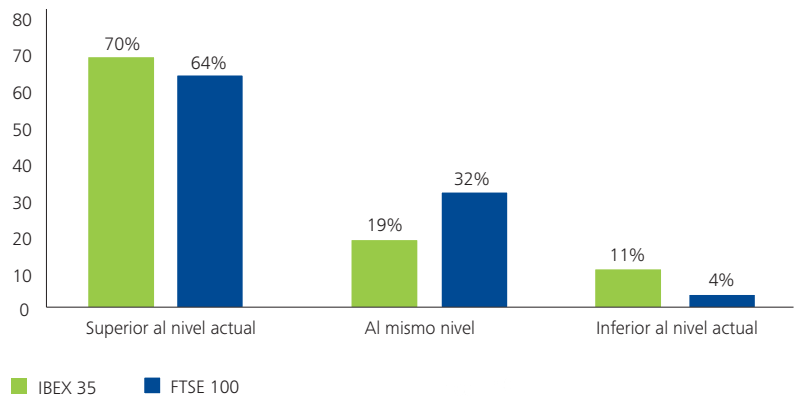
**Gráfico 15. Atractivo de las fuentes de financiación**

% de respuestas que consideran atractivas las fuentes de financiación tradicionales



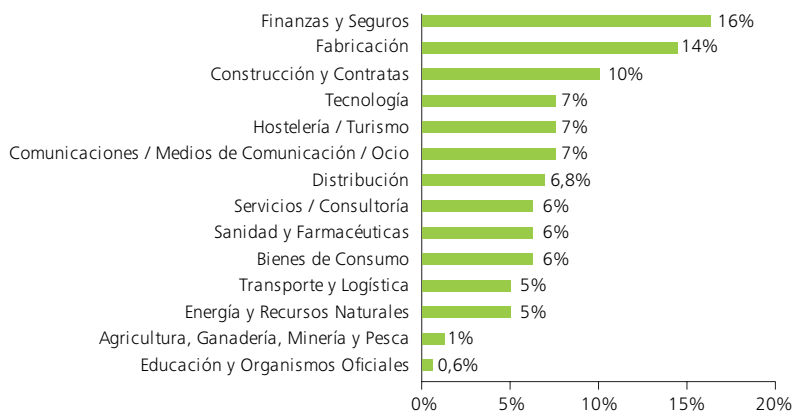
**Gráfico 16. Expectativas de evolución del IBEX 35 /FTSE 100**

% de encuestados que consideran que el nivel de los índices en un año será superior, inferior o el mismo que el actual

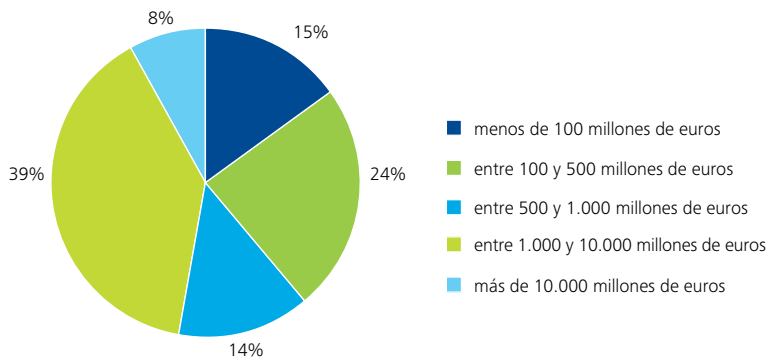


# Datos del panel

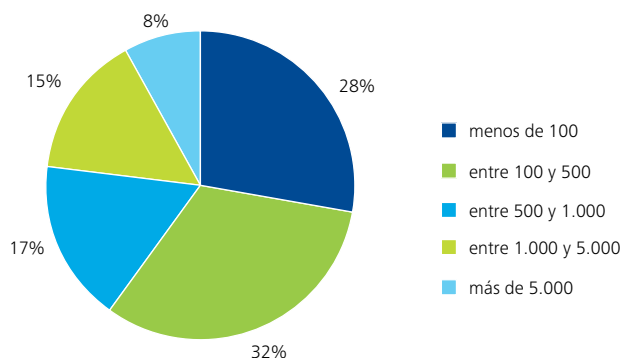
**Gráfico 17. Sectores de actividad**



**Gráfico 18. Nivel de facturación**



**Gráfico 19. Número de empleados**



En la primera encuesta a la Dirección Financiera en España han participado un total de 161 Directores Financieros. De las empresas a las que pertenecen estos Directores Financieros un total de 21 cotizan en la Bolsa de Madrid, suponiendo un valor del 26% del mercado continuo y 9 pertenecen al selectivo IBEX 35, representando un total del 27% del valor de dicho índice.

En lo referente a la distribución de los panelistas por sectores de actividad, casi todos los sectores están representados, destacando la participación de encuestados pertenecientes a empresas del sector de Finanzas y Seguros, así como de Fabricación.

Respecto al tamaño de las empresas cuyos Directores Financieros han participado en la encuesta, un 47% pertenecen a empresas cuyo volumen de facturación es superior a 1.000 millones de euros y un 40% a empresas con más de 500 trabajadores.

El presente informe se ha elaborado a partir de la información que se desprende de cada uno de los apartados de la encuesta del segundo trimestre de 2009: "Dirección Financiera, actitudes y reacciones de las empresas españolas ante la actual coyuntura".

## Contacto

### Jesús Navarro

Socio Responsable del Programa de Directores Financieros de Deloitte en España  
 jenavarro@deloitte.es  
 Tel: 91 514 50 00



---

# Ponemos voz a la comunidad de Directores Financieros

Si desea información adicional, por favor, visite [www.deloitte.es](http://www.deloitte.es)

Deloitte presta servicios de auditoría, asesoramiento fiscal y legal, consultoría y asesoramiento en transacciones corporativas a entidades que operan en un elevado número de sectores de actividad. La firma aporta su experiencia y alto nivel profesional ayudando a sus clientes a alcanzar sus objetivos empresariales en cualquier lugar del mundo. Para ello cuenta con el apoyo de una red global de firmas miembro presentes en 140 países y con 165.000 profesionales que han asumido el compromiso de ser modelo de excelencia.

Los profesionales de Deloitte comparten una cultura de colaboración basada en el compromiso mutuo, en la integridad y en la aportación de valor al mercado y a los clientes, apoyándose para ello en la riqueza derivada de la diversidad cultural y el aprendizaje continuo obtenido de nuevas experiencias y desafíos y que contribuyen, asimismo, al desarrollo de su carrera profesional. Los profesionales de Deloitte contribuyen a cumplir con la responsabilidad de la firma, generando confianza en el mercado y logrando un impacto positivo entre sus grupos de interés.

Deloitte se refiere a Deloitte Touche Tohmatsu (Swiss Verein) y a su red de firmas miembro, cada una de las cuales es una entidad independiente. En [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) se ofrece una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu y sus firmas miembro.

© 2009 Deloitte S.L. Member of Deloitte Touche Tohmatsu.

El contenido de esta publicación no puede ser total ni parcialmente reproducido, transmitido ni registrado por ningún sistema de recuperación de información, de ninguna forma ni a través de ningún medio o soporte, sin el previo consentimiento por escrito de los titulares del copyright. Deloitte no se hace responsable del uso que de esta información puedan hacer terceras personas. Nadie puede hacer uso de este material salvo autorización expresa por parte de Deloitte.

Diseñado y producido por CIBS, Dpto. Comunicación, Imagen Corporativa y Business Support, Madrid.