

Financiación de inversiones internacionales

RAMON BASTIDA-VIALCANET
Universidad Internacional de Cataluña, UPF Barcelona School of Management

DAVID TANGANELLI
Universidad Internacional de Cataluña

Fecha de recepción: 02-10-2017
Fecha de aceptación: 04-02-2018

RESUMEN

En los últimos años se ha producido un aumento significativo de las empresas que han decidido internacionalizarse para ampliar mercados compitiendo así a escala global. Este fenómeno, denominado «globalización empresarial», provoca en muchos casos que las empresas tengan que realizar inversiones en aquellos países en los que quieren implantarse, en función del modo de entrada escogido. Uno de los retos que afronta una empresa que quiere realizar una inversión internacional es conseguir los recursos necesarios para poder financiarla. Las fuentes de financiación más habituales de este tipo de operaciones son los mercados financieros internacionales de crédito, bonos y obligaciones, y de acciones. Aparte, algunas empresas optan por la financiación intragrupo mediante préstamos entre la matriz y las filiales. La elección de la forma de financiación adecuada, para cada tipo de inversión, es un elemento decisivo para el éxito de la expansión internacional de la empresa. En este sentido, es importante analizar los factores clave que considerar para la correcta elección, como, por ejemplo, si los fondos se pedirán en el país de origen o destino, o si los pedirá la matriz o las filiales, entre otros.

Clasificación JEL: G30, M41

PALABRAS CLAVE

Financiación corporativa, inversión internacional, multinacional, internacionalización, mercados financieros internacionales, préstamos intragrupo.

ABSTRACT

In recent years, there has been a very important increase of companies that have decided to internationalize to compete globally. This phenomenon, called business globalization, has led to the fact that in many cases companies have had to make investments in those countries where they want to make business, according to the chosen entry method. One of the challenges facing a company that wants to make an international investment is to obtain the necessary resources to finance it. The international financial markets of credit, bonds and obligations, and shares are the most common sources of financing for this type of operations. However, some companies prefer corporate financing through parent-subsidiary loans. Choosing the right form of financing for each type of investment is a key factor to be successful in the international expansion of the company. In this regard, it is also important to analyse if the funds should be requested in the country of origin or destination, or if the funds should be requested by the parent or the subsidiaries, among others.

Classification JEL: G30, M41

KEYWORDS

Corporate financin, international investment, multinational company, internationalization, international financial Markets, corporate loans.

1. Introducción

En las últimas décadas se ha producido una apertura muy importante de las economías locales y nacionales. Los factores que han contribuido a potenciar la internacionalización de las empresas son varios. Entre ellos destacan el gran impulso político, el vertiginoso cambio tecnológico, una masiva concentración empresarial, la mejora en transportes y comunicaciones, etc.

Todos estos hechos han obligado a las empresas que operan en estos mercados a internacionalizarse y competir en los mercados internacionales con objeto de no perder cuota de mercado.

Las empresas pueden elegir, para internacionalizarse, diferentes estrategias. Desde estrategias relativamente sencillas y poco costosas en términos de inversión de capital (como por ejemplo convertirse en una empresa exportadora) hasta estrategias más complejas y costosas, como una adquisición o el establecimiento de una filial en un país extranjero. Estas últimas implican necesariamente realizar una inversión directa en el extranjero, importante para la empresa. En un entorno, como el actual, de escasez de recursos financieros y de dificultades para acceder al crédito para financiar cualquier proyecto empresarial, tiene mucha relevancia que las empresas escojan cuidadosamente las fuentes de financiación más adecuadas a sus circunstancias para poder realizar sus proyectos internacionales. Este es un factor clave para el éxito de la expansión internacional de cualesquier empresa. Y en el caso de las pymes, esta cuestión cobra especial relevancia, dada la escasez de recursos de los que suelen disponer.

En los siguientes apartados se analizará brevemente el proceso de internacionalización de las empresas, las diferentes alternativas de financiación existentes para financiar las inversiones internacionales y algunos factores clave que es importante analizar para elegir la alternativa de financiación más adecuada para la empresa. El artículo se centra en las formas de financiación utilizadas para financiar las inversiones internacionales a largo plazo, y no entra en la financiación de operaciones internacionales a corto plazo, como la financiación de clientes, etc.

2. Estrategias de internacionalización

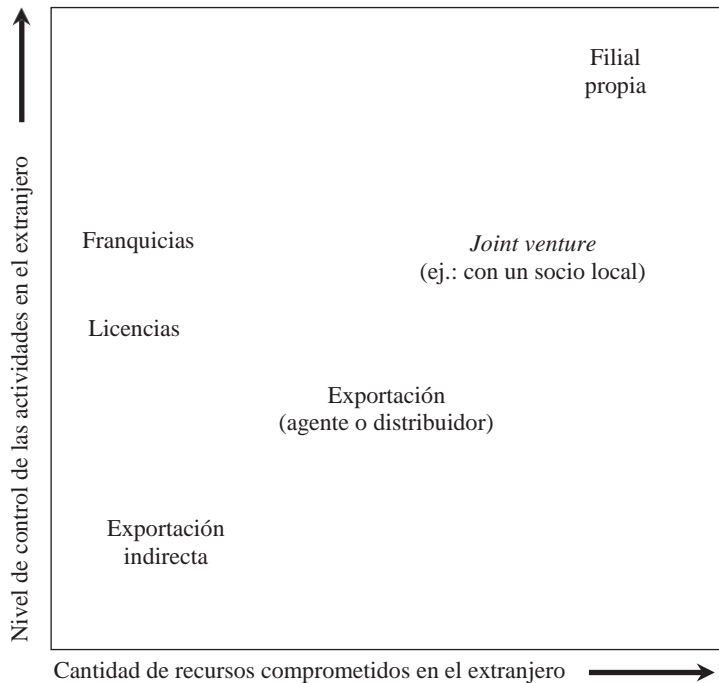
Un proceso de internacionalización es un conjunto de compromisos que permiten establecer vínculos, más o menos estables, entre las empresas y los mercados internacionales. Esto puede suponer la internacionalización de la comercialización de los productos, su producción y de las finanzas, que contribuye a integrar las economías mediante mecanismos de asignación internacional de recursos y conseguir así la especialización y la división internacional del trabajo (Martín y Téllez, 2006).

Para que una empresa local adquiera una dimensión internacional, esta tiene que tener ventajas competitivas diferenciadas que puedan crear valor en el exterior, tener los conocimientos y recursos adecuados (principalmente financieros y humanos) y tomar finalmente la decisión de internacionalizarse.

Una vez tomada esta decisión y determinado el mercado objetivo, ahora la empresa tiene que elegir la estrategia o el «modo de entrada» más adecuado al nuevo mercado extranjero seleccionado. Este artículo no pretende explicar las diferentes fases y etapas de un proceso de internacionalización, esto superaría el objetivo de nuestro trabajo. Sencillamente expondremos, brevemente, los diferentes modos de entrada o estrategias de internacionalización, conectándolos con las mayores o menores necesidades de inversión de capital que implican.

La selección del modo de entrada más adecuado a un mercado extranjero es una decisión crítica (Arregle, Hébert y Beamish, 2006; Reus y Ritchie III, 2004). Esta decisión puede tener fuertes implicaciones en el rendimiento financiero de la empresa (en Delios y Beamish, 2004, encontramos una revisión muy completa de esta relación). Además, el modo de entrada determina el mayor o menor grado de control y propiedad de la operación internacional. Finalmente, hay que remarcar que una vez se ha elegido el modo de entrada al nuevo mercado, este difícilmente podrá ser modificado o corregido sin incurrir en fuertes gastos, debido a los elevados costes que estos cambios implicarían. Por lo tanto, es una decisión con implicaciones a largo plazo.

Existen diferentes clasificaciones de las estrategias o modos de entrada a nuevos mercados internacionales. Barlett y Beamish (2016) realizan una clasificación, según el grado de control de la operación extranjera y el mayor o menor compromiso de recursos o inversión internacional requeridos (ver figura 1). Otras clasificaciones de los modos de entrada se atienen a si estos implican o no acabar por tener una nueva propiedad jurídica en el extranjero. Así pues, existen modos de entrada que no conlleva adquirir una nueva propiedad en el extranjero, por lo que son las estrategias internacionalizadoras menos costosas, en términos de inversión financiera. Es el caso de las exportaciones (directas o indirectas) o de alianzas estratégicas *non equity*, como por ejemplo licencias, franquicias y subcontrataciones. Por otro lado, hay modos de entrada que implican realizar una inversión directa importante en el extranjero (IDE), ya que se tiene que adquirir una nueva propiedad en el extranjero. Son las adquisiciones, el establecimiento de nuevas filiales (sean de ventas, de producción y ventas, o de investigación) y la participación en *joint ventures* (alianzas estratégicas *equity*).



Fuente: Barlett y Beamish (2016).

Figura 1. Estrategias de internacionalización.

Propiamente, no se puede decir que exista un modo de entrada mejor o peor en términos absolutos. Cada uno presenta sus puntos fuertes y débiles. Dependerá mucho del tipo de empresa que se internacionaliza (una pyme o una empresa grande), el tipo de industria en la que opera, tipo de mercado donde se establece (país desarrollado, país en desarrollo, país emergente, país con un fuerte poder del estado, etc), la rapidez con la que se quiera operar en el nuevo mercado, el grado de conocimiento previo que se tiene del país extranjero, etc. El objetivo de este trabajo no es comparar los modos de entrada ni establecer los parámetros de decisión de la estrategia más adecuada. Solo queremos dejar patente que determinadas estrategias implicarán una mayor inversión de recursos financieros (filial, adquisición) que otras (licencias, exportaciones).

3. Instrumentos de financiación de inversiones internacionales a largo plazo

Cualesquier empresa que realiza inversiones necesita tener acceso a fuentes de financiación, y las empresas multinacionales o con actividad en el exterior no son una excepción. Las fuentes de financiación se dividen en dos grandes categorías: capitalización y endeudamiento. La capitalización consiste en conseguir financiación mediante la realización de una ampliación de capital, es decir, la emisión de nuevas acciones de la empresa. En cambio, el endeudamiento consiste en obtener financiación externa a través de las entidades financieras, inversores, etc.

Las empresas multinacionales o con actividad en el exterior, a diferencia de las empresas que realizan su actividad solo en el mercado local o doméstico, acostumbran a tener necesidades importantes de recursos que en la mayoría de los casos no pueden obtener íntegramente en el mercado doméstico. Por este motivo, este tipo de empresas acostumbran a obtener su financiación tanto en el mercado doméstico como en los mercados internacionales.

A continuación, se analizan los instrumentos de financiación que utilizan más habitualmente las empresas multinacionales o con actividad en el exterior para financiar sus inversiones a largo plazo.

3.1. Capitalización

La manera más habitual para aumentar los fondos propios de la empresa multinacional es la emisión de acciones en los mercados en los que opera. A continuación se explican las características básicas de esta fuente de financiación.

3.1.1. Emisión de acciones en mercados extranjeros

Las empresas pueden realizar una emisión de acciones en su país de origen en la moneda local, o realizar una emisión de acciones internacional, en la que se emiten acciones en el país de origen y en uno o más países extranjeros. Las empresas se plantean realizar emisiones de acciones internacionales principalmente para obtener fondos en la misma moneda con la que necesitan financiar las operaciones o inversiones de la filial extranjera. A pesar de que también intervienen otros factores como el reconocimiento internacional de la empresa, o garantizar la liquidez de las acciones a los in-

versores internacionales. Este tipo de emisiones se pueden clasificar en cuatro categorías principales:

- Ofertas domésticas suscritas a escala internacional o *internationally underwritten domestic offers*. Son ofertas registradas o cotizadas dirigidas a inversores domésticos, pero con un número importante de suscriptores internacionales.
- Ofertas de doble tramo o *dual tranche offers*. Son ofertas de acciones en las que la mayoría de las acciones se dirigen al mercado doméstico de la empresa emisora a través de una oferta pública, mientras que el resto de las acciones se destinan a mercados extranjeros a través de una colocación privada.
- Ofertas multipaís o *multi-jurisdictional offers*. Ofertas que incluyen una o más ofertas públicas registradas simultáneamente fuera del mercado doméstico (en el que también se realiza una oferta pública).
- Ofertas de euroacciones o *euro-equity offers*. La característica principal de las emisiones de euroacciones es que van dirigidas a inversores profesionales y son accesibles al público, a través de intermediarios financieros (bancos de inversión, etc.). Otra característica importante es que se ofrecen en uno o más países de la UE fuera del país de origen de la empresa multinacional.

3.2. Endeudamiento

La utilización de endeudamiento para financiar inversiones internacionales como la compra de activos inmovilizados o de una empresa extranjera es muy habitual entre las empresas multinacionales. El uso de deuda tiene importantes ventajas para estos tipos de empresas. Generalmente, el coste de la deuda es más bajo que el del capital, además, los intereses son deducibles fiscalmente. El uso de la deuda ayuda a aumentar la rentabilidad de los accionistas (ROE). También obliga a los directivos a ser más disciplinados para poder hacer frente a las obligaciones de pago que se van generando (AFI, 2014).

Seguidamente se detallan los instrumentos de endeudamiento más frecuentes en empresas multinacionales. Hay dos tipos de instrumentos básicos. Los provenientes de los mercados financieros internacionales, como son los créditos simples o los eurocréditos y los bonos simples o eurobonos. Y los provenientes de la propia empresa: préstamos intragrupo o endeudamiento corporativo.

3.2.1. *Créditos simples o eurocréditos*

Es un crédito concedido por un banco o un grupo de bancos, de origen nacional o extranjero, a empresas, Administraciones públicas o Gobiernos, nominado en eurodivisas y con un período de amortización normalmente establecido a medio y largo plazo. Estos tipos de préstamos presentan las características siguientes:

- El tipo de interés aplicado a estos préstamos es variable o flotante, debido a que las entidades que los conceden los financian con instrumentos a corto plazo, en busca de asegurarse los tipos. El tipo de referencia más utilizado es el LIBOR más un diferencial.
- Los créditos internacionales se dividen en tramos, de manera que la moneda, el tipo de interés de referencia o el diferencial pueden variar en cada tramo. Cuando el crédito se nomina en diferentes monedas, se lo denomina crédito multidivisa.
- Estos tipos de créditos pueden incluir una cláusula multidivisa. Consiste en definir la equivalencia de la moneda en la que se nomina el préstamo, en un momento dado, con diferentes divisas. Esta cláusula permite al prestatario cambiar, en los períodos acordados, la denominación de la moneda del préstamo a otra divisa al tipo de cambio pactado, evitando el riesgo de variaciones en los tipos de cambio.
- Debido a que los importes concedidos son elevados, los préstamos internacionales acostumbran a ser préstamos sindicados. El prestamista no opera en una única entidad financiera, sino en una agrupación de entidades o sindicato, y comparte el riesgo de la operación.

3.2.2. *Bonos simples o eurobonos*

Los bonos ofrecen un tipo de interés fijo, durante un período determinado, combinado con el reembolso del nominal al final de este período. Los bonos u obligaciones emitidos en los mercados internacionales se dividen en simples o eurobonos. En el caso de los bonos internacionales simples (*foreign bonds*), la emisión se produce por un prestatario extranjero en la moneda del país en el que se colocan los bonos. Sería el caso de los bonos *yankee*, si la emisión es en dólares y se coloca en EE. UU.

Los eurobonos consisten en bonos emitidos en el mercado internacional de capitales, en cualesquier país a excepción de aquel en cuya moneda está expresada la emisión. Sería el caso de una empresa alemana que realiza una emisión de bonos en eurodólares en el mercado español. El mercado de

eurobonos recibe el nombre de euromercado, sin una localización geográfica determinada pero con centros financieros muy activos, como los de Luxemburgo, Irlanda, Reino Unido y Alemania.

Según Madura y Fox (2017), los principales motivos que llevan a las empresas multinacionales o empresas con actividad exterior a emitir bonos internacionales son:

- Las empresas pueden identificar mercados en los que la capacidad de atraer suscriptores sea superior al mercado nacional. Algunos países tienen un número de inversores limitado, por este motivo las empresas de estos países buscarán financiación en mercados extranjeros.
- Las empresas pueden preferir financiar proyectos extranjeros específicos en moneda local para reducir su exposición a posibles variaciones en el tipo de cambio, dada la relación que se establece entre los pagos del préstamo y la generación de recursos del proyecto financiado.
- La financiación en una moneda extranjera con un tipo de interés más bajo puede permitir a las empresas multinacionales reducir sus costes de la deuda, aunque pueden exponerse a variaciones en el tipo de cambio.

Los bonos internacionales simples y los eurobonos tienen algunas características específicas que los diferencian del resto de los bonos:

- Son títulos negociables. Debido a la dispersión geográfica de los operadores, una buena parte de los eurobonos cotiza en los mercados no organizados u OTC, mientras que otros lo hacen en centros de contratación organizados, principalmente en Londres y Luxemburgo.
- La emisión se canaliza a través de un sindicato bancario. De manera que es este el que adquiere la totalidad de la emisión, asegurándola. Los inversores particulares pueden acceder a la emisión mediante alguna de las entidades financieras que forman parte del sindicato.
- Los tipos de interés pueden ser fijos o variables. En estos últimos bonos, *floating rate notes* o FRN, el cupón se revisa periódicamente mediante un diferencial sobre el tipo de referencia prefijado.
- Los vencimientos más comunes oscilan entre los cinco y treinta años, aunque también pueden darse perpetuidades, es decir, bonos sin un vencimiento determinado. Adicionalmente, el vencimiento puede ser único sobre el total de la emisión, *bullet bond*, o amortizarse el empréstito de forma anticipada a elección del obligacionista, *put option*, o del emisor, *call option*.

- Los bonos pueden ser convertibles en acciones de la empresa emisora o llevar *warrants* incorporados.
- Este tipo de bonos pueden estar nominados en cualquier tipo de monedas. Aun así, predominan las emisiones en las denominadas monedas fuertes tales como el dólar, el euro y el yen.

El proceso de colocación y los participantes son similares a los de los préstamos sindicados. Así como la estructura de comisiones, formada por la comisión de dirección o *management fee*, la comisión de suscripción o *underwriting fee* y la comisión de venta o *selling fee* (Martín y Téllez, 2010).

3.2.3. Préstamos corporativos o intragrupo

En las empresas multinacionales es una práctica habitual contratar la financiación ajena de forma centralizada, a nivel de matriz, al permitir al prestatario obtener mejores condiciones que las que podría alcanzar la filial de manera independiente en el mercado y repartir los fondos entre las diferentes filiales en función de sus necesidades.

Hay que tener en cuenta que en la asignación del coste financiero a la filial, la empresa tiene que cumplir con la normativa de operaciones vinculadas, de forma que el tipo de interés del préstamo intragrupo esté en línea con el tipo de interés del mercado. Para contrastar la coherencia del coste del préstamo intragrupo es recomendable estimar una calificación crediticia teórica para la filial (*rating* a la sombra) y contrastar el tipo de interés con el que se financian empresas con un nivel crediticio similar. También es habitual que las empresas pidan ofertas de financiación a entidades locales, para fijar un tipo de interés para el préstamo intragrupo similar al de las ofertas recibidas.

En España, un tipo de préstamos que se utilizan en el ámbito corporativo son los préstamos participativos. Este tipo de préstamos tienen una regulación muy escasa y permiten establecer una remuneración o interés variable en función de la actividad de la empresa filial y una remuneración fija independientemente de esta.

4. Elementos a considerar para la elección de la financiación más adecuada

Es muy importante analizar adecuadamente las alternativas existentes para financiar las inversiones en proyectos en el exterior y las ventajas e in-

convenientes de cada una de estas alternativas para poder tomar la decisión que permita elegir la mejor financiación posible y, por lo tanto, ayude a maximizar el valor de la empresa.

El primer factor que hay que analizar, cuando se decide financiar un proyecto en el exterior, es si es mejor que la financiación se obtenga en el país de origen de la empresa (mercado doméstico) o en el país o países destino en los que se quiere realizar la inversión. En este sentido, la forma natural de cubrir el riesgo de variaciones de tipos de cambio en la inversión en diferentes países es obtener financiación en la misma divisa en la que se realiza la inversión. De este modo, las variaciones en el tipo de cambio inciden tanto en el pasivo como en el activo de la filial. Aun así, pueden darse situaciones en las que la inversión se realice en mercados emergentes en los que el sistema financiero no está bastante desarrollado y, en consecuencia, el acceso a la financiación es restringido y el coste es muy elevado, lo que hace inviable la financiación externa y obliga a las empresas a aportar deuda intragrupo. En estos casos, la empresa también se puede dirigir a las estructuras creadas por las instituciones internacionales y los Gobiernos de varios países, que ofrecen apoyo financiero para poner en marcha proyectos en países emergentes. Algunos ejemplos de estructuras internacionales son el Banco Europeo de Inversiones o el Banco Mundial y, a escala nacional, ACCIO, el ICEX o COFIDES.

El segundo factor que hay que tener en cuenta es si la financiación se obtiene de forma centralizada a través de la matriz, o si cada filial consigue la financiación que necesita de forma individualizada. En el caso de que existan accionistas minoritarios, es más frecuente que la filial pueda financiarse de manera independiente de la matriz para que quede claro cuál es el coste de la financiación y, de este modo, minimizar el riesgo de que los minoritarios cuestionen el coste de la deuda corporativa. En cambio, en filiales controladas al 100 % por la filial extranjera, es más habitual la financiación centralizada a través de la matriz. Este sistema de financiación tiene las siguientes ventajas:

- La calificación crediticia de la matriz se ve fortalecida si no existe deuda en las filiales que pueda reducir la tesorería que iría destinada a la matriz.
- La captación de deuda de manera centralizada por importes elevados permite a la empresa acceder directamente a los inversores a través de emisiones, al ofrecer una mayor liquidez y obtener una financiación a un interés más bajo.
- Se pueden aprovechar economías de escalera en las negociaciones entre financiadores y la administración financiera de la empresa.

- Se garantiza la homogeneidad de criterio respecto a la asunción de riesgos financieros que asume el conjunto del grupo. Y permite hacer extensiva a todo el grupo la imagen de solvencia de la matriz.
- Facilita la compensación de posiciones de tesorería entre las diferentes participadas y la optimización de los flujos financieros intragrupo.

El tercer factor a analizar es la tipología de financiación (capitalización o endeudamiento) más adecuada para la empresa. Para elegir el tipo de financiación, es importante analizar la situación económico-financiera de la empresa para conocer el nivel de capitalización y endeudamiento. Es recomendable que la empresa tenga una estructura de financiación equilibrada, con un endeudamiento no superior al 50-60 % del total de financiación, que genere un coste financiero inferior al 3-4 % de la facturación y que le permita a la empresa tener una cierta autonomía financiera. Otro aspecto que influye en la selección de la tipología de financiación es la edad de la empresa. Normalmente, las empresas con menos años de vida se financian con aportaciones de capital de los socios, inversores, etc. En cambio, las empresas con más años de vida tienen más facilidad para acceder a los mercados financieros internacionales.

En este sentido, se tiene que tener en cuenta que algunos países ponen restricciones al endeudamiento de las empresas extranjeras, y este hecho puede condicionar el *mix* de financiación elegida para financiar una inversión en estos países. En China, la capacidad de endeudamiento de las empresas con participación extranjera está limitada por ley. Esta obliga a las empresas a financiar una parte de la inversión con capital aportado por los socios. Además, la obtención de financiación bancaria en este país no es fácil, y la entrada de financiación a través de préstamos intragrupo o de entidades financieras extranjeras también está limitada por la normativa.

Otros factores importantes que hay que analizar para elegir la financiación más adecuada son las garantías que deben aportarse para poderla obtener. Este análisis incluye valorar no solo el tipo de garantías solicitadas y su duración, sino también si estas se tienen que aportar en el país de origen o en el país de destino, lo cual puede resultar muy importante para determinar el régimen de protección de garantías, el procedimiento de registro, su posible ejecución, etc.

Finalmente, otro factor a analizar son las cuestiones relacionadas con la responsabilidad de la sociedad y de sus accionistas o incluso de los administradores en relación con la financiación.

5. Conclusiones

El número de empresas que comercializan productos o servicios en el exterior cada vez es más importante. En muchos casos estas empresas se ven obligadas a realizar fuertes inversiones en los mercados internacionales para poder consolidar su actividad (adquisición de activos inmovilizados, adquisición de empresas, etc.). En consecuencia tienen que buscar recursos para poder financiar estas inversiones en el extranjero. Igual que en el caso de las inversiones nacionales, estos recursos provienen de los fondos propios mediante las aportaciones de capital de los accionistas, o de endeudamiento proveniente de préstamos bancarios, emisiones de bonos y obligaciones, etc. Aun así, la selección de las fuentes de financiación de inversiones internacionales es más compleja que en el caso de las inversiones nacionales. Un motivo es que entran en juego nuevos instrumentos de financiación, como los eurocréditos o los eurobonos cotizados en los mercados financieros internacionales. Estas empresas también tienen la posibilidad de emitir acciones en la bolsa de valores de diferentes países. Otro motivo es la entrada en juego del riesgo de tipo de cambio, que puede tener efectos importantes en el coste de la financiación, y que las empresas intentan evitar obteniendo la financiación en el mismo mercado en el que tienen previsto realizar la inversión.

Referencias bibliográficas

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2014) «Financiación de filiales con deuda corporativa», marzo, AFI Informe semanal, n. 479, Madrid.
- ARREGLE, J. L.; HÉBERT, L. y BEAMISH, P. W. (2006) «Mode of International Entry: the Advantages of Multilevel Methods», *Management International Review*, 46(5), pp. 597-616.
- BARTLETT, C. A. y BEAMISH, P. W. (2011) *Transnational Management: Text Cases and Readings in Cross Border Management*, 6ª edición, McGraw-Hill/Irwin, Burr Ridge, IL. Existe edición en castellano: *Gestión Transnacional*, Empresa Activa, Barcelona, 2016.
- DELIOS, A. y BEAMISH, P. W. (2004) «Joint Venture Performance Revisited: Japanese Foreign Subsidiaries Worldwide», *Management International Review*, 44(1), pp. 69-91.
- IOSCO (1989) «International equity offers», International Organisation of Securities Commission, Montreal.
- MADURA y FOX (2017) *International Financial Management*, 4ª edición, Cengage Learning EMEA, Chertinton House.

- MARTÍN, J. y TÉLLEZ, M. P. (2006) «Finanzas Internacionales», Thomson, Madrid.
- MARTÍN, J. y TÉLLEZ, M. P. (2011), «Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos», *Revista de Contabilidad y Dirección-ACCID*, n. 12, pp. 73-94.
- REUS, T. O.; RITCHIE, III y WILLIAM, J. (2004) «Interpartner, parent and environmental factors influencing the operation of international joint ventures: 15 years of research». *Management International Review*, 44(4), pp. 369-395.



Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensión 2019
info@accid.org – wwwaccid.org