

# **Finançament d'inversions internacionals**

RAMON BASTIDA VIALCANET  
Universitat Internacional de Catalunya, UPF Barcelona School of Management

DAVID TANGANELLI  
Universitat Internacional de Catalunya

Data de recepció: 02-10-2017  
Data d'acceptació: 04-02-2018

## **RESUM**

En els darrers anys, s'ha produït un augment significatiu de les empreses que han decidit internacionalitzar-se per ampliar mercats per competir així globalment. Aquest fenomen, anomenat globalització empresarial, provoca en molts casos que les empreses hagin de realitzar inversions en aquells països en els quals volen implantar-se, en funció del mode d'entrada escollit. Un dels reptes que afronta una empresa que vol realitzar una inversió internacional és aconseguir els recursos necessaris per poder finançar-la. Els mercats financers internacionals de crèdit, de bons i obligacions i d'accions són les fonts de finançament més habituals d'aquest tipus d'operacions. A banda, algunes empreses opten pel finançament intragrup mitjançant els préstecs entre la matriu i les filials. L'elecció de la forma de finançament adequada per a cada tipus d'inversió és un element decisiu per a l'èxit de l'expansió internacional de l'empresa. En aquest sentit, és important analitzar els factors clau a considerar per la correcta elecció, com ara si els fons es demanaran al país d'origen o al de destinació, o si els demanarà la matriu o les filials, entre altres.

Classificació JEL: G30, M41

**PARAULES CLAU**

Finançament corporatiu, inversió internacional, multinacional, internacionalització, mercats financers internacionals, préstecs intra-grup.

**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-subsidary 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 financing, international investment, multinational company, internationalization, international financial markets, corporate loans.

---

**1. Introducció**

En les darreres dècades s'ha produït una obertura molt important de les economies locals i nacionals. Diversos factors han contribuït a potenciar la internacionalització de les empreses. Entre aquests factors destaquen l'impuls polític més gran, el vertiginós canvi tecnològic, la massiva concentració empresarial, la millora en els transports i les comunicacions, etc. Tots

aquests fets han obligat les empreses que operen en aquests mercats a internacionalitzar-se i competir en els mercats internacionals a fi de no perdre quota de mercat.

Les empreses poden escollir estratègies diferents per internacionalitzar-se. Des d'estratègies relativament senzilles i poc costoses en termes d'inversió de capital (com ara convertir-se en una empresa exportadora), fins a estratègies més complexes i costoses, com una adquisició o l'establiment d'una filial en un país estranger. Aquestes darreres estratègies impliquen necessàriament realitzar una inversió directa a l'estranger important per a l'empresa. En un entorn com l'actual, d'escassetat de recursos financers i de dificultats per accedir al crèdit per finançar qualsevol projecte empresarial, té molta rellevància que les empreses escullin acuradament les fonts de finançament més adequades a les seves circumstàncies per poder realitzar els seus projectes internacionals. Aquest és un factor clau per a l'èxit de l'expansió internacional de qualsevol empresa. I pel cas de les pimes, aquesta qüestió cobra especial rellevància, donada l'escassetat de recursos que solen disposar.

En els següents apartats s'analitzarà breument el procés d'internacionalització de les empreses, les diferents alternatives de finançament existents per finançar les inversions internacionals, i alguns factors clau que és important analitzar per escollir l'alternativa de finançament més adequada per a l'empresa. L'article se centra en les formes de finançament utilitzades per a finançar les inversions internacionals a llarg termini, i no entra en el finançament d'operacions internacionals a curt termini, com el finançament de clients, etc.

## **2. Estratègies d'internacionalització**

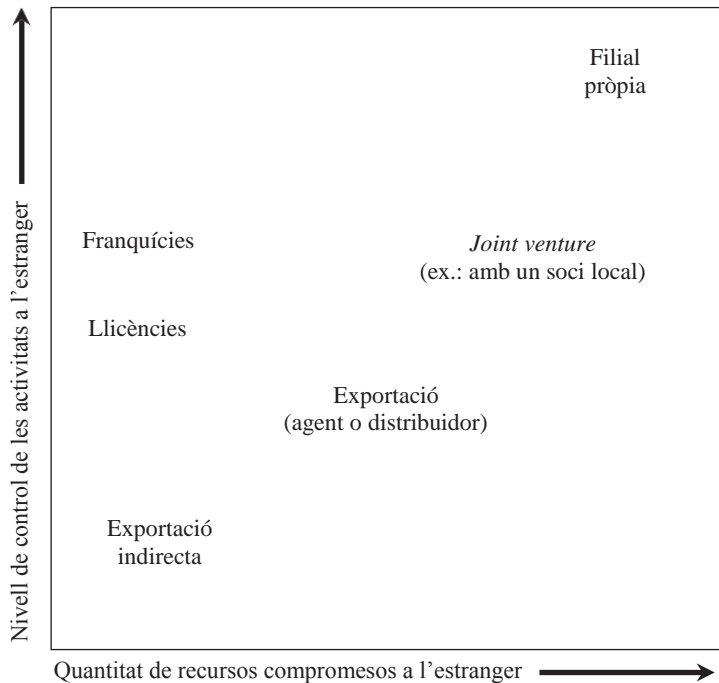
Un procés d'internacionalització és un conjunt de compromisos que permeten establir uns vincles més o menys estables entre les empreses i els mercats internacionals. Això pot comportar la internacionalització de la comercialització dels productes, de la seva producció i de les finances; contribueix a integrar les economies mitjançant mecanismes d'assignació internacional de recursos, i així aconsegueix l'especialització i la divisió internacional del treball (Martin i Téllez, 2006).

Perquè una empresa local adquireixi una dimensió internacional, aquesta ha de tenir uns avantatges competitius diferenciats que puguin crear valor a l'exterior, tenir els coneixements i recursos adequats (principalment financers i humans) i prendre finalment la decisió d'internacionalitzar-se.

Un cop ha pres aquesta decisió i determinat el mercat objectiu, ara l'empresa ha d'escollir l'estratègia o el «mode d'entrada» més adient al nou mercat estranger seleccionat. Aquest article no pretén explicar les diferents fases i etapes d'un procés d'internacionalització, això superaria l'objectiu del nostre treball. Senzillament exposarem breument els diferents modes d'entrada o estratègies d'internacionalització connectant-les amb les majors o menors necessitats d'inversió de capital que impliquen.

La selecció del mode d'entrada més adequat a un mercat estranger és una decisió crítica (Arregle, Hébert i Beamish, 2006; Reus i Ritchie III, 2004). Aquesta decisió pot tenir fortes implicacions en el rendiment financer de l'empresa (en Delios i Beamish, 2004, trobem una revisió molt completa d'aquesta relació). A més, el mode d'entrada determina el major o menor grau de control i de propietat de l'operació internacional. Finalment, cal remarcar que un cop s'ha escollit el mode d'entrada al nou mercat, aquest mode difícilment podrà ser modificat o corregit sense incórrer en fortes despeses, vists els elevats costos que aquests canvis implicarien. Per tant, és una decisió amb implicacions a llarg termini.

Existeixen diferents classificacions de les estratègies o modes d'entrada a nous mercats internacionals. Barlett i Beamish (2016) realitzen una classificació segons el grau de control de l'operació estrangera i el major o menor compromís de recursos o inversió internacional requerits (vegeu la figura 1). Altres classificacions dels modes d'entrada atenen a si aquests impliquen o no acabar tenint una nova propietat jurídica a l'estranger. Així doncs, existeixen modes d'entrada que no suposen adquirir una nova propietat a l'estranger, i aquestes són les estratègies internacionalitzadores menys costoses en termes d'inversió financera. És el cas de les exportacions (directes o indirectes) o d'aliances estratègiques *non equity*, com ara llicències, franquícies i subcontractacions. D'altra banda, hi ha modes d'entrada que representen realitzar una inversió directa a l'estranger (IDE) important, atès que s'ha d'adquirir una nova propietat a l'estranger. Són les adquisicions, l'establiment de noves filials (siguin de vendes, de producció i vendes, o de recerca) i la participació en *joint ventures* (aliances estratègiques *equity*).



Font: Barlett i Beamish (2016).

**Figura 1.** Estratègies d'internacionalització.

Pròpiament no es pot dir que existeixi un mode d'entrada millor o pitjor en termes absoluts. Cadascun presenta els seus punts forts i dèbils. Dependrà molt del tipus d'empresa que s'internacionalitza (una pime o una empresa gran), del tipus d'indústria en què opera, del tipus de mercat on s'estableix (país desenvolupat, país en desenvolupament, país emergent, país amb fort poder de l'estat, etc.), de la rapidesa en la qual es vulgui operar en el nou mercat, del grau de coneixement previ que es té del país estranger, etc. No és l'objectiu d'aquest treball comparar els modes d'entrada ni establir els paràmetres de decisió de l'estratègia més adequada. Volem tan sols deixar palès que determinades estratègies implicaran una inversió més forta de recursos financers (filial, adquisició) que d'altres (licències, exportacions).

### **3. Instruments de finançament d'inversions internacionals a llarg termini**

Qualsevol empresa que realitza inversions necessita tenir accés a fonts de finançament, i les empreses multinacionals o amb activitat a l'exterior no són una excepció. Les fonts de finançament es divideixen en dues grans categories: capitalització i endeutament. La capitalització consisteix a aconseguir finançament mitjançant la realització d'una ampliació de capital, és a dir, l'emissió de noves accions de l'empresa. En canvi, l'endeutament consisteix a obtenir finançament extern a través de les entitats financeres, inversors, etc.

Les empreses multinacionals o amb activitat a l'exterior, a diferència de les empreses que realitzen la seva activitat només en el mercat local o domèstic, acostumen a tenir necessitats importants de recursos que en la majoria dels casos no poden obtenir íntegrament en el mercat domèstic. Per aquest motiu, aquest tipus d'empreses solen aconseguir el seu finançament tant en el mercat domèstic com en els mercats internacionals.

A continuació, s'analitzen els instruments de finançament que utilitzen més habitualment les empreses multinacionals o amb activitat a l'exterior per finançar les seves inversions a llarg termini.

#### ***3.1. Capitalització***

La manera més habitual per augmentar els fons propis de l'empresa multinacional és l'emissió d'accions en els mercats en els quals opera. A continuació s'expliquen les característiques bàsiques d'aquesta font de finançament.

##### ***3.1.1. Emissió d'accions en mercats estrangers***

Les empreses poden realitzar una emissió d'accions en el seu país d'origen en la moneda local o realitzar una emissió d'accions internacional, en la qual s'emeten accions en el país d'origen i en un o més països estrangers. Les empreses es plantegen realitzar emissions d'accions internacionals principalment per obtenir fons en la mateixa moneda en la qual necessiten finançar les operacions o inversions de la filial estrangera. Tot i que també intervenen altres factors com el reconeixement internacional de l'empresa, o garantir la liquiditat de les accions als inversors internacionals. Aquest tipus d'emissions es poden classificar en quatre categories principals:

- Ofertes domèstiques subscrietes a escala internacional o *internationally underwritten domestic offers*. Són ofertes registrades o cotitzades dirigides a inversors domèstics, però amb un nombre important de subscriptors internacionals.
- Ofertes de doble tram o *dual tranche offers*. Són ofertes d'accions on la majoria de les accions es dirigeixen al mercat domèstic de l'empresa emissora a través d'una oferta pública, mentre que la resta d'accions es dirigeixen a mercats estrangers a través d'una col·locació privada.
- Ofertes multipaïsos o *multi-jurisdictional offers*. Ofertes que inclouen una o més ofertes públiques registrades simultàniament fora del mercat domèstic (en el qual també es realitza una oferta pública).
- Ofertes d'euro-accions o *euro-equity offers*. La característica principal de les emissions d'euro-accions és que van dirigides a inversors professionals i són accessibles al públic a través d'intermediaris financers (bancs d'inversió, etc.). Una altra característica important és que s'ofereixen en un o més països de la UE fora del país d'origen de l'empresa multinacional.

### 3.2. Endeutament

La utilització d'endeutament per finançar inversions internacionals com la compra d'actius immobilitzats, o d'una empresa estrangera, és molt habitual entre les empreses multinacionals. L'ús de deute té avantatges importants per aquests tipus d'empreses. Generalment, el cost del deute és més baix que el del capital. A més, els interessos són deduïbles fiscalment. L'ús del deute ajuda a augmentar la rendibilitat dels accionistes (ROE). També obliga els directius a ser més disciplinats per poder fer front a les obligacions de pagament que es generin (AFI, 2014).

Seguidament es detallen els instruments d'endeutament més freqüents en les empreses multinacionals. Hi ha dos tipus d'instruments bàsics. Els provinents dels mercats financers internacionals, com són els crèdits simples, o els eurocrèdits i els bons simples o eurobons. I els provinents de la mateixa empresa: préstecs intragrup o endeutament corporatiu.

#### 3.2.1. Crèdits simples o eurocrèdits

És un crèdit concedit per un banc o un grup de bancs, d'origen nacional o estranger, a empreses, Administracions públiques o Governos, nominat en

eurodivises i amb un període d'amortització normalment establert a mitjà o llarg termini. Aquests tipus de préstecs presenten les característiques següents:

- El tipus d'interès aplicat a aquests préstecs és variable o flotant, a causa que les entitats que concedeixen els préstecs els financen amb instruments a curt termini, per assegurar-se els tipus. El tipus de referència més utilitzat és el LIBOR més un diferencial.
- Els crèdits internacionals es divideixen en trams, de manera que la moneda, el tipus d'interès de referència o el diferencial poden variar en cada tram. Quan el crèdit es nomina en diferents monedes, se'l denomina crèdit multidivisa.
- Aquests tipus de crèdits poden incloure-hi una clàusula multidivisa. Consisteix a definir l'equivalència de la moneda en la qual es nomina el préstec, en un moment donat, amb diferents divises. Aquesta clàusula permet al prestatari canviar en els períodes acordats la denominació de la moneda del préstec a una altra divisa al tipus de canvi pactat, evitant el risc de variacions en els tipus de canvi.
- A causa del fet que els imports concedits són elevats, els préstecs internacionals acostumen a ser préstecs sindicats. El prestador no consisteix en una única entitat financera, sinó en una agrupació d'entitats o sindicat, compartint el risc de l'operació.

### 3.2.2. *Bons simples o eurobons*

Els bons ofereixen un tipus d'interès fix durant un període determinat, combinat amb el reemborsament del nominal al final d'aquest període. Els bons o obligacions emesos en els mercats internacionals es divideixen en simples o eurobons. En el cas dels bons internacionals simples (*foreign bonds*), l'emissió és produïda per un prestatari estranger en la moneda del país on es col·loquen els bons. Seria el cas dels bons *yankee*, si l'emissió és en dòlars i es col·loca als EUA.

Els eurobons consisteixen en bons emesos al mercat internacional de capitals, en qualsevol país a excepció d'aquell en la moneda del qual està expressada l'emissió. Seria el cas d'una empresa alemanya que realitza una emissió de bons en eurodòlars en el mercat espanyol. El mercat d'eurobons rep el nom d'euromercat, sense una localització geogràfica determinada, però amb centres financers molt actius, com els de Luxemburg, Irlanda, el Regne Unit i Alemanya.

Segons Madura i Fox (2017), els principals motius que duen les empre-



ses multinacionals o empreses amb activitat exterior a emetre bons internacionals són:

- Les empreses poden identificar mercats en els quals la capacitat d'atraure subscriptors sigui superior al mercat nacional. Alguns països tenen un nombre d'inversors limitat, per aquest motiu les empreses d'aquests països buscaran finançament als mercats estrangers.
- Les empreses poden preferir finançar projectes estrangers específics en moneda local per tal de reduir la seva exposició a possibles variacions en el tipus de canvi, donada la relació que s'estableix entre els pagaments del préstec i la generació de recursos del projecte finançat.
- El finançament en una moneda estrangera amb un tipus d'interès més baix pot permetre a les empreses multinacionals reduir els seus costos del deute, encara que poden exposar-se a variacions en el tipus de canvi.

Els bons internacionals simples i els eurobons tenen algunes característiques específiques que els diferencien de la resta de bons:

- Són títols negociables. A causa de la dispersió geogràfica dels operadors, una bona part dels eurobons cotitza en els mercats no organitzats o OTC, mentre que altres ho fan en centres de contractació organitzats, principalment a Londres i Luxemburg.
- L'emissió es canalitza a través d'un sindicat bancari, de manera que és aquest qui adquireix la totalitat de l'emissió, assegurant-la. Els inversors particulars poden accedir a l'emissió mitjançant alguna de les entitats financeres que formen part del sindicat.
- Els tipus d'interès poden ser fixos o variables. En aquests últims bons, *floating rate notes* o FRN, el cupó es revisa periòdicament mitjançant un diferencial sobre el tipus de referència prefixat.
- Els venciments més comuns oscil·len entre els cinc i els trenta anys, encara que també poden donar-se perpetuïtats, és a dir, bons sense un venciment determinat. Addicionalment, el venciment pot ser únic sobre el total de l'emissió, *bullet bond*, o amortitzar-se l'emprèstit de forma anticipada a elecció de l'obligacionista, *put option*, o de l'emissor, *call option*.
- Els bons poden ser convertibles en accions de l'empresa emissora o dur *warrants* incorporats.
- Aquest tipus de bons poden estar nominats en qualssevol tipus de monedes. Tot i això, predominen les emissions en les denominades monedes fortes tals com el dòlar, l'euro i el ien.

El procés de col·locació i els participants són similars als dels préstecs sindicats. Així com l'estructura de comissions, formada per la comissió de direcció o *management fee*, la comissió de subscripció o *underwriting fee* i la comissió de venda o *selling fee* (Martín i Téllez, 2010).

### **3.2.3. Préstecs corporatius o intragrup**

En les empreses multinacionals és una pràctica habitual contractar el finançament aliè de forma centralitzada, en la matriu, en permetre al prestatari obtenir millors condicions que les que podria obtenir la filial de manera independent en el mercat, i repartir els fons entres les diferents filials en funció de les seves necessitats.

S'ha de tenir en compte que en l'assignació del cost financer a la filial, l'empresa ha de complir amb la normativa d'operacions vinculades, de manera que el tipus d'interès del préstec intragrup estigui en línia amb el tipus d'interès del mercat. Per contrastar la coherència del cost del préstec intragrup és recomanable estimar una qualificació creditícia teòrica per a la filial (ràting a l'ombra), i contrastar el tipus d'interès amb el qual es financen empreses amb un nivell creditici similar. També és habitual que les empreses demanin ofertes de finançament a entitats locals, per fixar un tipus d'interès per al préstec intragrup similar al de les ofertes rebudes.

A Espanya, un tipus de préstecs que s'utilitzen en l'àmbit corporatiu són els préstecs participatius. Aquest tipus de préstecs tenen una regulació molt escassa i permeten establir una remuneració o interès variable en funció de l'activitat de l'empresa filial i una remuneració fixa independentment d'aquesta.

## **4. Elements a considerar per a l'elecció del finançament més adequat**

És molt important analitzar adequadament les alternatives existents per finançar les inversions en projectes a l'exterior i els avantatges i inconvenients de cada una d'aquestes alternatives per tal de poder prendre la decisió que permeti escollir el millor finançament possible i, per tant, ajudi a maximitzar el valor de l'empresa.

El primer factor que cal analitzar quan es decideix finançar un projecte a l'exterior és si és millor que el finançament s'obtingui en el país d'origen de l'empresa (mercat domèstic) o en el país o països destí en els quals es vol realitzar la inversió. En aquest sentit, la forma natural de cobrir el risc de

variacions de tipus de canvi en la inversió en diferents països és obtenir finançament en la mateixa divisa en la qual es realitza la inversió. D'aquesta manera, les variacions en el tipus de canvi incideixen tant en el passiu com en l'actiu de la filial. Tot i això, poden donar-se situacions en les quals la inversió es realitzi en mercats emergents on el sistema financer no està prou desenvolupat i, a conseqüència, l'accés al finançament és restringit i el cost és molt elevat, cosa que fa inviable el finançament extern i obliga les empreses a aportar un deute intragrup. En aquests casos, l'empresa també es pot dirigir a les estructures creades per les institucions internacionals i els Governos de diversos països, que ofereixen suport financer per posar en marxa projectes a països emergents. Alguns exemples d'estructures internacionals són el Banc Europeu d'Inversions o el Banc Mundial, i en l'àmbit nacional, ACCIO, l'ICEX o COFIDES.

El segon factor que cal tenir en compte és si el finançament s'obté de forma centralitzada a través de la matriu, o si cada filial obté el finançament que necessita de forma individualitzada. En el cas que existeixin accionistes minoritaris és més freqüent que la filial pugui finançar-se de manera independent de la matriu per tal que quedi clar quin és el cost del finançament, i d'aquesta manera minimitzar el risc que els minoritaris qüestionin el cost del deute corporatiu. En canvi, en filials controlades al 100% per la filial estrangera, és més habitual el finançament centralitzat a través de la matriu. Aquest sistema de finançament té els avantatges següents:

- La qualificació creditícia de la matriu es veu enfortida si no existeix deute en les filials que pugui reduir la tresoreria que aniria destinada a la matriu.
- La captació de deute per imports elevats de manera centralitzada permet a l'empresa accedir directament als inversors a través d'emissions, oferint una liquiditat més gran i obtenint un finançament a un interès més baix.
- Es poden aprofitar economies d'escala en les negociacions entre els finançadors i l'administració financera del'empresa.
- Es garanteix l'homogeneïtat de criteri respecte a l'assumpció de riscos financers que assumeix el conjunt del grup. I permet fer extensiva a tot el grup la imatge de solvència de la matriu.
- Facilita la compensació de posicions de tresoreria entre les diferents participades i l'optimització dels fluxos financers intragrup.

El tercer factor a analitzar és la tipologia de finançament (capitalització o endeutament) més adequada per l'empresa. Per tal d'escollir el tipus de finançament, és important analitzar la situació econòmica i financera de

l'empresa per tal de conèixer el nivell de capitalització i endeutament. És recomanable que l'empresa tingui una estructura de finançament equilibrada, amb un endeutament no superior al 50-60% del total de finançament, que generi un cost financer inferior al 3-4% de la facturació, i que permeti a l'empresa tenir una certa autonomia financera. Un altre aspecte que influeix en la selecció de la tipologia de finançament és l'edat de l'empresa. Normalment, les empreses amb menys anys de vida es financen amb aportacions de capital dels socis, inversors, etc. En canvi, les empreses amb més anys de vida tenen més facilitat per accedir als mercats financers internacionals.

En aquest sentit, s'ha de tenir en compte que alguns països posen restriccions a l'endeutament de les empreses estrangeres, i aquest fet pot condicionar el mix de finançament escollit per finançar una inversió en aquests països. A la Xina, la capacitat d'endeutament de les empreses amb participació estrangera està limitada per la llei. Aquesta obliga les empreses a finançar una part de la inversió amb capital aportat pels socis. A més, l'obtenció de finançament bancari en aquest país no és fàcil, i l'entrada de finançament a través de préstecs intragrup o d'entitats financeres estrangeres també està limitat per la normativa.

Altres factors importants que cal analitzar per escollir el finançament més adequat són les garanties que s'han d'aportar per obtenir aquest finançament. Aquesta anàlisi inclou valorar no només el tipus de garanties sol·licitades i la seva durada, sinó també si aquestes garanties s'han d'aportar en el país d'origen o en el país de destinació, la qual cosa pot resultar molt important per determinar el règim de protecció de garanties, el procediment de registre, la seva possible execució, etc.

Finalment, un altre factor a analitzar són les qüestions relacionades amb la responsabilitat de la societat i dels seus accionistes o fins i tot dels administradors en relació amb el finançament.

## **5. Conclusions**

El nombre d'empreses que comercialitzen productes o serveis a l'exterior cada vegada és més important. En molts casos aquestes empreses es veuen obligades a realitzar fortes inversions en els mercats internacionals per poder consolidar la seva activitat (adquisició d'actius immobilitzats, adquisició d'empreses, etc.). Com a conseqüència han de buscar recursos per poder finançar aquestes inversions a l'estranger. Igual que en el cas de les inversions nacionals, aquests recursos provenen dels fons propis mitjançant les aportacions de capital dels accionistes, o d'endeutament provinent de préstecs bancaris, emissions de bons i obligacions, etc. Tot i això, la selecció

de les fonts de finançament d'inversions internacionals és més complexa que en el cas de les inversions nacionals. Un motiu és que entren en joc nous instruments de finançament com els eurocrèdits o els eurobons cotitzats en els mercats financers internacionals. Aquestes empreses també tenen la possibilitat d'emetre accions en la borsa de valors de diferents països. Un altre motiu és l'entrada en joc del risc de tipus de canvi, que pot tenir efectes importants en el cost del finançament, i que les empreses intenten evitar obtenint el finançament en el mateix mercat en el qual tenen previst realitzar la inversió.

## Referències bibliogràfiques

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2014) «Financiación de filiales con deuda corporativa», març, AFI Informe semanal n. 479, Madrid.
- ARREGLE, J. L.; HÉBERT, L. i BEAMISH, P. W. (2006) «Mode of International Entry: the Advantages of Multilevel Methods», *Management International Review*, 46(5), pp. 597-616.
- BARTLETT, C. A. i BEAMISH, P. W. (2011) *Transnational Management: Text Cases and Readings in Cross Border Management*, 6a edició, McGraw-Hill/Irwin, Burr Ridge, IL. Existeix una edició en castellà: «Gestión Transnacional», Empresa Activa, Barcelona, 2016.
- DELIOS, A. i 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 i FOX (2017) *International Financial Management*, 4a edició, Cengage Learning EMEA, Chertinton House.
- MARTÍN, J. i TÉLLEZ, M. P. (2006) «Finanzas Internacionales», Thomson, Madrid.
- MARTÍN, J. i TÉLLEZ, M. P. (2011), «Crèdits sindicats i emissions internacionals de bons», *Revista de Comptabilitat i Direcció-ACCID*, n. 12, pp. 73-94.
- REUS, T. O.; RITCHIE, III i 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.



**Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció**  
 Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya  
 Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona  
 Tel. 93 416 16 04 extensió 2019  
 info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID