

DETERMINANTES DOS SPREADS APLICADOS NOS EMPRÉSTIMOS SINDICADOS CONCEDIDOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DA ÁREA DO EURO

Luciana Barbosa**

Nuno Ribeiro**

1. INTRODUÇÃO

Uma hierarquização precisa dos factores subjacentes à diferenciação de taxas de juro nas operações bancárias implica a disponibilidade de informação detalhada ao nível micro caracterizadora de cada contrato. Todavia, este tipo de base de dados não se encontra disponível para as operações bancárias de retalho, para os países da área do euro. Neste contexto, este estudo procura obter evidência empírica quanto aos factores que influenciam as taxas de juro no mercado de empréstimos sindicados na área do euro, utilizando para o efeito uma base de dados bastante detalhada ao nível de cada operação (para uma descrição do funcionamento do mercado de empréstimos sindicados consulte-se Gadanez (2004)). O mercado de empréstimos sindicados é usualmente identificado como um mercado para empresas ou projectos mais transparentes que a generalidade das restantes empresas, facto que sugere que este tipo de mercado seja mais integrado entre países do que o mercado de empréstimos bancários em geral. Efectivamente, a leitura directa dos dados referentes ao mercado primário destes empréstimos revela a presença de bancos não residentes em cada operação sindicada, muitas vezes com funções específicas na preparação e colocação da operação em mercado. Não obstante estas considerações, o presente estudo procura avaliar se os resultados apresentados na literatura sobre os determinantes das taxas de juro no mercado de crédito se verificam nos empréstimos sindicados concedidos a empresas, e procura verificar igualmente se a dispersão de taxas de juro médias entre países da área do euro subsiste após tomar em consideração os aspectos economicamente relevantes para a determinação de preços¹. Em particular, os resultados obtidos apontam para a existência de *home bias* no mercado de empréstimos sindicados, designadamente as operações conduzidas exclusivamente por bancos com nacionalidade distinta da empresa financiada são sistematicamente mais onerosas do que aquelas em que participa pelo menos um banco da mesma nacionalidade. Dada a natureza mais transaccionável dos empréstimos sindicados por comparação com a média dos empréstimos bancários e a evidência de uma maior participação de bancos de diferentes nacionalidades neste mercado, os resultados obtidos podem ser entendidos como uma primeira indicação do grau de integração do mercado de empréstimos bancários a empresas na área do euro. Deste modo, tendo como ponto de partida estes resultados, é natural esperar-se que os estudos empíricos que venham a desenvolver-se mais centrados nas operações de retalho apontem para a ausência de integração ou para a integração incompleta no mercado de empréstimos bancários na área do euro.

De acordo com BCE (2006), as estatísticas agregadas de taxas de juro bancárias apresentam dife-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. Os autores gostariam de agradecer a António Antunes, Diana Bonfim, Paula Antão e Luísa Farinha pelos seus comentários e sugestões.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) A literatura empírica disponível refere-se essencialmente ao mercado de crédito a empresas dos Estados Unidos. Neste particular, são de realçar os resultados obtidos em Angbazo *et al* (1998), que identificam factores relevantes na determinação de preços nos segmentos de maior risco do mercado de empréstimos sindicados e testam a existência de integração entre este mercado e o mercado de obrigações.

renças sistemáticas entre países da área do euro, as quais se associam a um amplo conjunto de factores. De entre estes factores, salientam-se as diferenças nas características dos produtos e dos mercados, assim como problemas associados aos métodos de agregação na produção das estatísticas de taxas de juro. Deste modo, os resultados deste estudo podem igualmente contribuir para a discussão em curso sobre a melhor forma de estratificar em grupos homogéneos as estatísticas agregadas de taxa de juro publicadas pelo Eurosistema.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 apresentam-se alguns dados referentes ao mercado de empréstimos sindicados e descreve-se sucintamente a base de dados utilizada. Na secção 3 apresentam-se a abordagem econométrica e os respectivos resultados. Na secção 4 é explorada a relevância da presença de garantias reais e dos resultados que sugerem a existência de *home bias*. Na secção 5 procura-se quantificar os “efeitos país”. Finalmente, na secção 6 são referidas as principais conclusões.

2. DADOS E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

De acordo com a informação da base de dados *Dealogic Loanware*, principal fonte do presente estudo, o mercado de empréstimos sindicados a empresas não financeiras apresentou um crescimento considerável nos últimos anos a nível global, aumentando de um valor total de contratos celebrados de 1500 mil milhões de euros em 1999 para cerca de 2700 mil milhões de euros em 2006. Estes desenvolvimentos evidenciam uma alteração na estrutura deste mercado, o qual se desenvolveu nos anos 80, essencialmente como forma de financiamento público das economias de mercado emergentes. No que diz respeito às empresas não financeiras, assistiu-se a um aumento da dispersão geográfica deste mercado. De facto, em 1999, 57 por cento do montante envolvido nestes empréstimos decorria do financiamento de empresas localizadas nos Estados Unidos da América, ao passo que, em 2006, o peso destes devedores diminuiu para cerca de 40 por cento. Esta redução foi contrabalançada pelo aumento da importância das empresas domiciliadas na área do euro (cuja participação, em termos de montantes, aumentou de 18 para 25 por cento no mesmo período) e nas economias asiáticas. O crescimento dos empréstimos sindicados concedidos a empresas não financeiras da área euro ocorreu essencialmente junto de empresas sem notação de *rating*, sendo este domínio também observável em termos globais. A recente, e significativa, expansão observada na sindicância de empréstimos na área do euro está na base do crescente interesse neste mercado, designadamente envolvendo o estudo do seu funcionamento, da sua organização e dos mecanismos de determinação de preços (Rhodes (2006) apresenta uma descrição dos aspectos económicos, jurídicos e as convenções estabelecidas no mercado de empréstimos sindicados, assim como uma breve revisão do seu desenvolvimento nas últimas três décadas). Embora não existam dados que permitam avaliar de forma precisa a importância deste tipo de financiamento no total do crédito concedido pelos bancos europeus, uma estimativa simples indica que o peso deste tipo de financiamento terá duplicado entre 1999 e 2006 (Gráfico 1)².

Os dados utilizados referem-se a contratos de empréstimo a empresas não financeiras domiciliadas na área do euro, no período de Janeiro de 1999 a Outubro de 2006, tendo sido impostos alguns critérios de selecção das observações na base de dados original. Deste modo, foram eliminadas as observações para as quais o principal objectivo do empréstimo era classificado como financiamento público, que não continham informação relativa a preço (excluindo comissões), montante dos em-

(2) O rácio entre novos contratos anunciados em cada ano e o valor acumulado de novas operações de empréstimo a empresas da área do euro, tal como publicado pelo BCE, aponta para que os empréstimos sindicados representem 7.5 por cento no total dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras residentes na área do euro.

Quadro 1

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

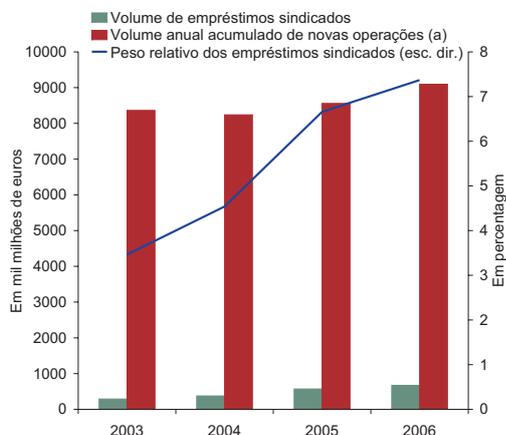
	1999			2000			2001			2002			2003			2004			2005			2006			Observações totais		
	Spread		Obs.																								
	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	das quais: com rating		
Áustria			0	188	121	4	189	180	9			0	363	379	6	247	130	5	191	101	4	16	16	1	29	2	
Bélgica	59	68	5	88	80	16	97	84	17	130	59	10	211	145	15	222	203	43	174	63	34	254	118	24	164	3	
Irlanda	170	127	15	209	171	10	161	178	8	258	337	13	165	167	19	164	154	20	280	138	7	236	253	36	128	27	
Finlândia	154	108	10	150	98	12	168	94	18	73	58	6	202	73	6	130	67	13	81	48	25	215	91	17	107	16	
França	144	70	128	149	61	149	147	76	125	198	133	173	224	156	114	214	69	219	210	66	329	233	110	367	1604	186	
Alemanha	120	63	40	174	107	57	206	108	79	222	56	83	269	105	93	250	121	219	266	117	255	250	80	253	1079	148	
Grécia	95	58	20	97	86	14	112	82	21	127	76	29	143	118	30	165	149	20	188	163	21	135	89	10	165	14	
Itália	95	94	55	146	61	58	150	116	53	131	104	57	180	147	108	212	165	147	183	144	215	199	164	108	801	48	
Luxemburgo	109	102	3	266	283	7	199	132	14	223	64	6	331	331	12	335	147	17	285	186	28	189	78	16	103	9	
Países Baixos	125	78	50	156	71	80	187	119	59	186	96	49	268	213	77	211	106	78	228	172	96	281	201	134	623	88	
Portugal	133	117	6	122	70	16	85	67	14	68	35	3	128	100	8	138	65	8	106	68	19			0	74	15	
Espanha	87	77	75	107	60	83	116	105	72	116	85	90	148	131	111	168	101	191	149	97	288	166	99	253	1163	49	
Área do euro	120	74	407	144	75	506	155	103	489	173	94	519	210	149	599	211	106	980	201	102	1321	224	113	1219	6040	605	
Des. padrão	87			101			109			124			176			173			185			187					

Fonte: Dealogic Loanware.

Nota: (1) Média simples; (2) Média ponderada, tendo como poderador o montante do empréstimo.

Gráfico 1

RELEVÂNCIA DO MERCADO DE EMPRÉSTIMOS SINDICADOS NA ÁREA DO EURO



Fontes: BCE e Dealogic Loanware.

Nota: (a) Montante de novas operações baseado nas estatísticas de taxa de juro bancárias do Eurosistema.

préstimos ou data de assinatura do acordo (ou pelo menos, data da concessão do financiamento). Após a aplicação destes critérios obteve-se uma amostra de 6040 observações, para a qual se apresentam, no Quadro 1, estatísticas descritivas a nível agregado para cada país. Os empréstimos concedidos a empresas residentes na França, Alemanha e Espanha são os mais frequentes na amostra, enquanto empréstimos concedidos a empresas domiciliadas em Portugal e Áustria são os menos frequentes. Em paralelo a esta amostra, foi efectuada a análise de uma sub-amostra, na qual apenas foram consideradas as observações para as quais existe informação explícita relativamente ao risco de incumprimento (notações de *rating* atribuídas pelas agências de *rating Standard & Poor's* ou *Moody's*). Esta amostra é muito mais reduzida do que a inicial, incluindo apenas 605 observações, sendo que o número de operações é particularmente reduzido para as empresas domiciliadas na Áustria ou Bélgica, países para os quais os resultados devem ser interpretados com especial cuidado.

3. ABORDAGEM EMPÍRICA

3.1. Modelo e variáveis

O modelo base apresentado neste estudo tem como variável endógena o *spread* aplicado em cada operação. Como variáveis exógenas foram consideradas variáveis categóricas (*dummies*) relativas à nacionalidade das empresas, ao respectivo sector de actividade e a outros elementos caracterizadores das mesmas, assim como variáveis relativas às especificidades de cada operação e variáveis temporais. De forma sintética, a especificação adoptada corresponde à seguinte expressão:

$$\text{Spread}_{jt} = \alpha + \beta \text{país}_j + \delta \text{sector de actividade}_j + \varphi \text{outras características da empresa}_j + \rho \text{características da operação}_j + \xi \text{componente temporal} \quad (1)$$

A especificação apresentada em (1) foi estimada através do método de mínimos quadrados ordinários, para os dois conjuntos de empresas: um compreendendo a totalidade das operações dis-

poníveis na base de dados (após a imposição dos critérios de selecção mencionados na secção anterior), e o outro correspondendo apenas às empresas que apresentam notação de *rating*. A razão pela qual é efectuada a análise para ambos os conjuntos de empresas relaciona-se com o facto de, na base de dados utilizada e em linha com o que sucede na generalidade das carteiras de crédito bancário, apenas uma fracção relativamente reduzida das empresas apresentar informação relativa ao *rating*. Consequentemente, poderá existir algum enviesamento resultante da ausência de variáveis que captem a percepção do mercado relativamente ao risco de crédito associado a cada empresa. Analisando apenas o conjunto de empresas com *rating*, é possível controlar a relevância da indisponibilidade de informação sobre notações de *rating*, assim como confirmar se as conclusões obtidas para as restantes variáveis incluídas na regressão são robustas à omissão de controlos explícitos para o risco de incumprimento, no conjunto de empresas mais abrangente.

Em apêndice encontram-se enumeradas as variáveis utilizadas, que incluem um conjunto de determinantes dos *spreads* aplicados em empréstimos usualmente referidos na literatura. A variável principal em análise é o diferencial de taxa de juro em cada operação face ao respectivo indexante (*spread*)³. A dimensão do empréstimo foi avaliada tendo em consideração variáveis categóricas (*dummies*) correspondendo aos quartis associados à distribuição do montante dos empréstimos, para cada ano (*Incrp* corresponde ao logaritmo natural do montante do empréstimo de cada operação, enquanto que, por exemplo, *Incrp25* representa a *dummy* para o conjunto de operações localizadas no primeiro quartil da distribuição). Esta variável procura controlar a existência de eventuais economias de escala na preparação de cada empréstimo, com menor relevância dos custos fixos para empréstimos de maior dimensão. Simultaneamente, a dimensão da operação pode ser interpretada como uma *proxy* para a dimensão da empresa em questão, permitindo controlar diferenças sistemáticas no custo de financiamento especificamente atribuíveis à dimensão das empresas.

As notações de *rating* foram agregadas em classes adjacentes e incluídas na regressão como medida directa do risco de crédito associado à empresa. A maioria das operações analisadas envolve empresas sem notação de *rating*, enquanto no conjunto das empresas que apresentam esta informação as que se encontram classificadas como *investment grade* são as mais frequentes⁴. A maturidade da operação foi também sintetizada em classes e introduzida na regressão através de *dummies*. A maturidade dos empréstimos foi estudada exaustivamente na literatura empírica, encontrando-se, em geral, uma relação positiva entre maturidade e *spread* (veja-se Jackson e Perraudin (1999)). Assim, é expectável que operações com maturidades mais longas tenham associados *spreads* mais elevados, independentemente da inclinação da curva de rendimentos.

O principal objectivo do empréstimo também foi tido em consideração, controlando-se igualmente quando esta informação não está disponível. Em particular, é possível identificar na amostra os contratos cujo objectivo principal constitui o financiamento de operações de fusão e aquisição ou conduziram à recapitalização/reestruturação da empresa (*takeover*) ou o financiamento de investimento em *project finance* e outras finalidades específicas (agregados na variável *project*), as quais diferem substancialmente na sua natureza de empréstimos para os quais a empresa não reportou uma finalidade específica (*general*).

O tipo de contrato de crédito foi tido em conta, designadamente através da inclusão de variáveis categóricas a identificar créditos com maturidade definida (*term loans*), linhas de crédito (*linhas de crédito*).

(3) Cada operação é passível de se apresentar em diversas tranches de financiamento com diferentes características e condições de financiamento. Desta forma, nos casos em que isso sucede, as referências a "operações" ou "empréstimos" ao longo deste artigo devem interpretar-se como tranches individuais de um mesmo empréstimo.

(4) As notações de *rating* referentes a *investment grade* compreendem as notações de *rating* BBB- ou superior, na escala da agência *Standard & Poor's*, enquanto as restantes notações de *rating* estão associadas a empresas frequentemente designadas por *non-investment grade* ou com estatuto de *junk bond*.

to), *bridge loans*, i.e. empréstimos que são concedidos provisoriamente com vista à estruturação futura de uma operação mais permanente (*bridge loans*), *mezzanine loans*, i.e. tranches de empréstimos com cláusulas de subordinação (*mezzanine*) ou um outro tipo de empréstimos (*outras*). Na prática, todos os empréstimos identificados na amostra como *mezzanine* estavam classificados como *takeover*, relativamente ao objectivo principal, pelo que estas operações foram consideradas como um subgrupo dos empréstimos identificado em *takeover*. A evidência disponível de outros estudos com empréstimos bancários a empresas dos Estados Unidos sugere que existe um prémio positivo nos créditos com maturidade definida, quando comparados com as linhas de crédito. Este facto empírico poderá estar associado à função de seguro que as linhas de crédito têm para as empresas quando confrontadas com choques adversos, em conjugação com as vantagens dos bancos, por comparação com outros intermediários financeiros, na disponibilização de liquidez ao sector privado (Berger e Udell (1992); Kashyap, Rajan e Stein (2002)).

O montante de comissões (avaliadas em pontos base) pagas aos bancos que organizam os empréstimos, e/ou participam no financiamento, foram incluídas na regressão de forma a controlar eventuais efeitos de substituição entre comissões e *spreads*. De entre o conjunto de comissões pagas foram distinguidas as que são supostas remunerar a disponibilidade do(s) banco(s) para manter o compromisso ou garantia de que disponibilizarão os fundos à empresa no momento em que esta os solicitar (*commitment fees*) e outro tipo de comissões (*outras comissões*), tendo igualmente sido introduzida uma *dummy* de controlo associada às operações para as quais esta informação não estava disponível.

A existência de uma garantia por parte de uma terceira entidade (garantia pessoal) e de garantias reais foram dimensões igualmente controladas no modelo estimado. O impacto destas variáveis no *spread* aplicado a cada empréstimo é ambíguo, tanto à luz da literatura teórica como empírica. No que diz respeito às garantias pessoais, esta variável estará a reflectir em grande medida o suporte de empresas pertencentes ao mesmo grupo económico da empresa que contraiu o empréstimo, sendo de esperar que o preço do empréstimo seja menor nestes casos. Relativamente às operações com garantias reais, *ceteris paribus*, antecipa-se que, num contexto em que já tenha sido observado o incumprimento, os empréstimos que tenham associadas garantias reais se afigurem menos arriscados. Contrariamente, a relação *ex-ante* entre garantias reais e risco (e consequentemente o preço) é ambígua. Efectivamente, se algumas características da empresa não forem conhecidas, em algumas circunstâncias, é mais provável que seja exigida garantia real às empresas que sejam avaliadas como mais arriscadas (Boot, Thakor and Udell (1991) apresentam uma descrição da relação entre risco e garantias reais). Na mesma linha, alguns estudos empíricos apontam para uma relação positiva entre garantias reais e risco (Jiménez e Saurina (2004), para uma amostra de empresas espanholas) e entre garantias reais e preço (Berger e Udell (1990); Angbazo *et al* (1998); Carey e Nini (2004) para o mercado de empréstimos sindicados a nível internacional). Será de referir ainda que a exigência de colateral por parte dos bancos pode constituir um substituto dos esforços de acompanhamento posterior da situação financeira da empresa (Manove e Padilla (1999); Manove, Padilla e Pagano (2001)). Outros argumentos sugerem a relação oposta, i.e. que as garantias reais podem funcionar como elemento de selecção das empresas, uma vez que o custo económico de apresentar garantias reais é menor para empresas com menor risco do que para empresas com risco elevado. Assim, as empresas de menor risco estarão dispostas a aceitar a prestação de garantias reais em troca de uma taxa de juro mais reduzida (Besanko and Thakor (1987a,b)). Em face da diversidade de interpretações possíveis para a relação entre taxa de juro e prestação de garantias reais, o sinal esperado para o coeficiente associado a esta variável não se encontra determinado *a priori*.

O tipo de relação accionista de controlo de cada empresa foi também incluído na regressão, tendo sido levado em consideração se as empresas eram maioritariamente detidas pelo sector privado ou

pelo sector público. Procurando identificar eventuais assimetrias de informação entre bancos domésticos e os bancos estrangeiros, introduziu-se uma variável *dummy* que identifica operações em que todos os bancos participantes no sindicato têm nacionalidade distinta da nacionalidade da empresa em questão (*home bias*). Por fim, foram introduzidas variáveis *dummy* para controlar o sector de actividade das empresas e a nacionalidade das mesmas, embora ambas as categorias não sejam reportadas.

3.2. Resultados

No Quadro 2 são apresentados nas colunas (1) e (2) os resultados do modelo (1) para a amostra total e nas colunas (3) e (4) para a amostra reduzida (apenas com empresas com *rating*). Como mencionado anteriormente, o motivo pelo qual se efectua a análise controlando e não controlando para a notação de *rating* de cada empresa relaciona-se com o facto desta informação apenas existir para um conjunto reduzido de empresas, procurando-se, desta forma, avaliar se os resultados associados às restantes variáveis são robustos à omissão da variável de controlo directo do risco de crédito das empresas.

Os principais resultados obtidos nas diferentes regressões estão em linha com a literatura. Em particular, quanto maior for o montante do empréstimo menor é o *spread*, nomeadamente quando comparando o quarto quartil com os restantes⁵. Este facto poderá resultar de economias de escala na preparação de cada empréstimo sindicado, i.e. poderão existir custos fixos que perdem a relevância quanto maior for o empréstimo. Em alternativa, e provavelmente a justificação mais plausível, o montante do empréstimo constitui um indicador que aproxima a dimensão relativa das empresas na amostra. Deste modo, esta variável poderá estar a captar a percepção por parte dos bancos de que empresas de maior dimensão tendem a apresentar um risco menor.

Sendo a notação de *rating* das empresas uma medida *ex-ante* da probabilidade esperada de incumprimento por parte da empresa em questão, será de esperar que operações associadas a *ratings* mais elevados apresentem *spreads* mais baixos. De facto, os resultados dos modelos de regressão apresentados no Quadro 2 reproduzem esta relação, sendo de realçar o facto de o impacto marginal ser mais significativo nos empréstimos concedidos a empresas com notação de *rating* inferior ao triplo B, assim como a não significância estatística no conjunto de classes de *rating investment grade* (compreendidas entre a classe mais elevada e BBB-). Adicionalmente verifica-se que o *spread* associado a empresas que não têm *rating* é ligeiramente inferior ao *spread* associado a operações com duplo B, sugerindo que estas empresas, se tivessem atribuída uma notação de *rating*, estariam, em média, entre as classes de *rating* BB+ e BBB-.

Relativamente à maturidade, verifica-se que os *spreads* aumentam de forma monótona com a mesma. Em particular, os *spreads* associados a operações com maturidade superior a 5 anos (variável *maturidade >5*, omitida na regressão) diferem significativamente dos *spreads* aplicados a operações com maturidade inferior. Por sua vez, as operações cuja maturidade não é conhecida (representadas pela variável *maturidade desconhecida*) têm, em média, *spreads* situados entre os valores correspondentes a operações com maturidade entre as categorias de 1 a 5 anos e mais de 5 anos. Estes resultados são indicativos de que não existe enviesamento significativo na variável maturidade, uma vez que as classes anteriormente referidas são as mais frequentes na amostra.

De acordo com os resultados das regressões subjacentes ao Quadro 2, empréstimos concedidos ten-

(5) De facto, as variáveis correspondentes aos três primeiros quartis da distribuição da dimensão dos empréstimos apresentam coeficientes muito próximos, sugerindo que estas operações poderiam ser agregadas numa única classe. De qualquer forma, adoptou-se a especificação mais genérica com o intuito de avaliar a relevância da relação entre a dimensão dos empréstimos e outras variáveis, que será apresentada em regressões posteriores.

Quadro 2

RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Variável dependente	Total da amostra				Empresas com <i>rating</i>			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t
Spread								
Variáveis explicativas								
Constante	38.42	4.11	85.27	12.35	53.20	2.88	50.15	2.61
2000	9.19	1.54	6.40	1.07	32.63	2.56	24.18	1.62
2001	14.68	2.47	12.36	2.07	28.29	2.14	15.22	1.01
2002	42.07	7.43	40.16	7.03	60.76	4.01	68.66	4.06
2003	57.94	9.88	57.54	9.74	44.27	3.16	60.69	3.92
2004	54.09	10.10	54.89	10.17	31.08	2.23	54.11	3.60
2005	40.90	7.92	41.38	7.95	-3.35	-0.25	11.46	0.76
2006	45.53	8.41	45.37	8.33	-14.34	-0.86	-6.08	-0.34
Montante								
Incrdp25	50.02	13.98	58.44	16.74	30.23	2.77	85.89	7.22
Incrdp50	50.01	13.19	57.48	15.46	4.46	0.52	46.96	4.46
Incrdp75	44.50	12.56	52.39	14.82	10.17	1.25	32.16	3.26
Rating								
a	-10.62	-1.20	-	-	-8.80	-1.02	-	-
bb	84.21	7.37	-	-	105.99	8.57	-	-
b	103.37	8.74	-	-	149.09	8.75	-	-
sem <i>rating</i>	57.54	8.14	-	-	-	-	-	-
Maturidade								
maturidade desconhecida	-34.45	-2.67	-35.99	-2.79	-43.75	-2.24	-59.73	-2.13
maturidade < 1 ano	-70.12	-13.25	-80.41	-15.18	-60.06	-5.29	-84.07	-6.48
maturidade 1 a 5 anos	-61.36	-21.45	-64.17	-22.17	-48.22	-5.83	-67.23	-7.51
Objectivo do empréstimo								
takeover	45.79	14.62	47.59	15.00	20.77	2.93	33.07	3.92
mezzanine	583.17	25.12	582.65	25.09	575.22	4.12	578.98	3.64
asset backed	-21.22	-2.42	-21.09	-2.43	1.22	0.04	-5.14	-0.15
project finance	-14.86	-2.56	-9.38	-1.61	-56.63	-2.05	-10.42	-0.35
desconhecido	0.29	0.03	4.25	0.37	-	-	-	-
Tipo de instrumento								
linhas de crédito	-31.16	-14.31	-34.08	-15.47	-17.64	-2.80	-37.34	-5.27
bridge loans	31.32	2.81	32.19	2.81	121.24	2.87	102.75	2.39
outros	75.52	7.01	69.88	6.32	27.76	1.57	16.78	0.86
Comissões								
commitment fees	0.18	3.35	0.21	3.96	-0.01	-0.07	0.36	1.64
outras comissões	0.36	2.69	0.46	3.26	0.66	1.87	1.22	3.32
comissões não disponíveis	-3.42	-0.42	-1.09	-0.14	26.35	0.56	44.87	1.14
Garantias								
garantias pessoais	-30.04	-5.06	-28.31	-4.75	-20.89	-1.48	-26.92	-1.58
garantias reais	11.97	3.50	15.03	4.33	39.35	2.62	61.95	3.56
Home bias	26.60	3.96	26.80	3.97	23.34	1.18	20.51	0.96
Público	-36.64	-5.66	-46.30	-7.35	-2.75	-0.27	-22.25	-1.80
Número de observações	6040		6040		605		605	
R ²	0.68		0.67		0.75		0.66	
R ² - ajustado	0.68		0.67		0.72		0.63	

Nota: As variáveis categóricas referentes ao sector de actividade e à nacionalidade das empresas foram incluídas na regressão, mas os respectivos coeficientes foram omitidos no quadro apresentado.

do como finalidade *takeover* são identificados como mais arriscados do que os restantes empréstimos. Este resultado não é inesperado uma vez que este tipo de operação aumenta a alavanca financeira da empresa que se propõe realizar uma aquisição. Em particular, nesta categoria de empréstimos, as operações financiadas por empréstimos *mezzanine* surgem extremamente mais caras do que as demais, apresentando *spreads* superiores em quase 6 pontos percentuais aos *spreads* associados a empréstimos sem finalidade definida.

Os empréstimos com maturidade definida (*term loans*, categoria omitida na regressão) e *bridge loans* (*bridge loans*) têm *spreads* superiores aos aplicados nas linhas de crédito (*linhas de crédito*). Os *bridge loans*, em particular, são um tipo de financiamento temporário e tendem a apresentar maior risco uma vez que são contratados com o intuito de virem a ser substituídos por um tipo de financiamento mais estável, ainda em fase de preparação, o qual poderá não se materializar em consequência, *inter alia*, da deterioração das condições de mercado. No que diz respeito ao preço relativo dos empréstimos de maturidade definida e das linhas de crédito, o facto de os últimos serem mais baratos está em linha com a evidência disponível em diversos estudos empíricos sobre o financiamento de empresas não financeiras nos Estados Unidos. Para além do que foi referido anteriormente sobre as funções de seguro das linhas de crédito do ponto de vista das empresas, os bancos poderão encontrar-se numa posição vantajosa do ponto de vista da gestão do risco de liquidez neste mercado, no caso de existir uma correlação positiva entre choques na oferta de depósitos e na procura de empréstimos. Esta hipótese implica que choques que afectem a liquidez dos depositantes e as necessidades de financiamento dos investidores estariam positivamente correlacionados.

Como esperado operações que têm garantias pessoais associadas tendem a ter *spreads* inferiores, enquanto, na amostra em análise, as operações que apresentam garantias reais apresentam *spreads* comparativamente mais elevados. Este efeito é mais forte na especificação em que não se inclui a notação de *rating* das empresas como variável explicativa, o que sugere a existência de uma correlação positiva entre a presença de garantias reais e o risco de incumprimento das empresas, i.e. existe uma maior probabilidade da exigência de garantias reais para as empresas com notação de *rating* mais baixa.

Empresas detidas ou controladas pelo sector público pagam um *spread* inferior ao aplicado em empréstimos a empresas detidas pelo sector privado, como seria expectável. Este resultado poderá estar a reflectir o facto de a relação accionista com as administrações públicas representar, em última instância, garantia implícita por parte do sector público.

As operações em que nenhum dos bancos participantes no sindicato apresentam a mesma nacionalidade que a empresa que pede empréstimo têm associados *spreads* mais elevados. Esta variável (identificada como *home bias* no Quadro 2) procura testar a hipótese de que os bancos domésticos se encontram melhor informados sobre as características da empresa do que os restantes bancos, sendo fonte de *home bias* na afectação de carteiras e nos preços de equilíbrio neste mercado. Assim, o facto de não existir nenhum banco com a mesma nacionalidade pode constituir um sinal para os potenciais participantes no sindicato de que a informação sobre a empresa que não é do conhecimento público pode estar enviesada no sentido de maior risco. Os resultados obtidos suportam a ideia de que mesmo no mercado dos empréstimos sindicados poderá existir assimetria de informação entre bancos locais e bancos estrangeiros, constituindo um factor de alguma segmentação geográfica num mercado que tem uma base transnacional já bem estabelecida.

Os resultados apresentados no Quadro 2 permitem também verificar que os empréstimos que têm associadas comissões mais elevadas apresentam simultaneamente *spreads* superiores, i.e. a cobrança de comissões e a intermediação financeira pura parecem ser actividades complementares e não substitutas na perspectiva das receitas dos bancos. De facto, na amostra completa, 1 ponto percentu-

al adicional em comissões (outras comissões) tem associado cerca de mais 40 pontos base no *spread*, sendo este resultado ligeiramente mais forte na especificação em que não se controla para a notação de *rating* de cada empresa. Tendo em consideração a amostra constituída apenas por empresas que têm notação de *rating* atribuída, a magnitude do coeficiente associado a comissões é substancialmente superior. Este resultado é consistente com o identificado em Angbazo *et al* (1998) para uma amostra de empréstimos concedidos entre 1987 e 1994.

Por fim, um outro ponto interessante que pode ser inferido da análise do conjunto de regressões apresentado relaciona-se com a identificação do “ciclo de crédito” observado entre finais dos anos 90 e o período mais recente. As variáveis temporais incluídas nas regressões sugerem que existe uma componente temporal relevante na determinação do *spread*, atingindo o máximo em 2003 e 2004, controlando os restantes factores relevantes. Este ciclo não é evidente na evolução dos *spreads* médios apresentada no Quadro 1.

4. INVESTIGAÇÃO ADICIONAL DO PAPEL DAS GARANTIAS REAIS E HOME BIAS

Com o intuito de conhecer melhor os factores subjacentes à relação positiva encontrada entre garantias reais e *spread*, efectuou-se uma análise mais detalhada. Esta análise traduziu-se na especificação de regressões adicionais nas quais outras características das empresas e/ou especificidades de cada operação foram cruzadas com a variável identificadora da presença de garantias reais. Assim, foi desenvolvido um conjunto significativo de experiências, compreendendo as variáveis referentes ao objectivo dos empréstimos, ao tipo de financiamento, à notação de *rating* das empresas e à dimensão do empréstimo. Apenas as últimas duas variáveis mencionadas parecem acrescentar informação, sendo apresentados os respectivos resultados no Quadro 3, para o total da amostra⁶. Os resultados referentes à associação entre o impacto da existência de garantias reais e a notação de *rating* das empresas são apresentados na coluna (1) e sugerem que a relação positiva é transversal às diferentes classes de *rating*. Na coluna (2) encontram-se os resultados referentes à regressão que explora a relevância da dimensão do empréstimo cruzada com a variável relativa a garantias reais. Em todas as especificações, a relação positiva entre garantias reais e *spread* revelou-se robusta para os empréstimos de maior dimensão (correspondendo às operações situadas no quartil superior da distribuição do montante dos empréstimos, omitido na regressão), enquanto parece existir tendência para que este efeito desapareça para os empréstimos inferiores. De facto, o coeficiente associado ao primeiro quartil da distribuição dos empréstimos cruzado com a variável relativa a garantias reais é significativo e próximo do valor simétrico do coeficiente correspondente à variável que identifica a existência de garantias reais isoladamente.

O mesmo procedimento foi efectuado para investigar as características das empresas e/ou das operações que poderiam estar associadas à relação positiva encontrada na secção anterior entre a ausência de um banco com a mesma nacionalidade da empresa (*home bias*) e o *spread* cobrado. Um efeito diferenciador, e estatisticamente significativo, foi encontrado para as notações de *rating* das empresas, sendo o efeito mais forte para as empresas com *rating* duplo B, quando comparadas com as empresas associadas a triplo B. Como se pode observar na coluna (3) do Quadro 3, o efeito não é monótono nas diferentes classes de *rating*, sendo este resultado comum aos dois conjuntos de empresas considerados.

(6) Resultados similares foram obtidos quando analisado apenas o conjunto de empresas para as quais existe informação referente às notações de *rating*.

Quadro 3

REGRESSÕES COM TERMOS DE INTERAÇÕES REFERENTES A GARANTIAS REAIS E HOME BIAS

Variável dependente: <i>Spread</i>	(1)		(2)		(3)	
	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t
Variáveis explicativas						
Incrdp25	50.13	14.01	59.67	14.29	50.70	14.32
Incrdp50	50.22	13.22	53.86	12.01	50.75	13.60
Incrdp75	44.46	12.51	48.39	11.91	44.91	12.71
Incrdp25*garantias reais	-	-	-35.52	-4.73	-	-
Incrdp50*garantias reais	-	-	-15.89	-1.97	-	-
Incrdp75*garantias reais	-	-	-16.38	-1.99	-	-
a	-10.64	-1.17	-10.00	-1.13	-5.34	-0.62
bb	83.78	6.37	82.51	7.25	74.90	7.11
b	90.71	7.22	99.19	8.40	113.68	8.75
sem <i>rating</i>	59.49	8.18	55.23	7.79	58.35	7.79
garantias reais	34.63	1.29	30.25	4.93	11.86	3.47
a*garantias reais	18.84	0.49	-	-	-	-
bb*garantias reais	-14.14	-0.44	-	-	-	-
b*garantias reais	18.26	0.53	-	-	-	-
sem <i>rating</i> *garantias reais	-24.68	-0.91	-	-	-	-
a* <i>home bias</i>	-	-	-	-	-68.78	-1.30
bb* <i>home bias</i>	-	-	-	-	207.76	2.44
b* <i>home bias</i>	-	-	-	-	-46.30	-1.53
sem <i>rating</i> * <i>home bias</i>	-	-	-	-	-8.74	-0.41

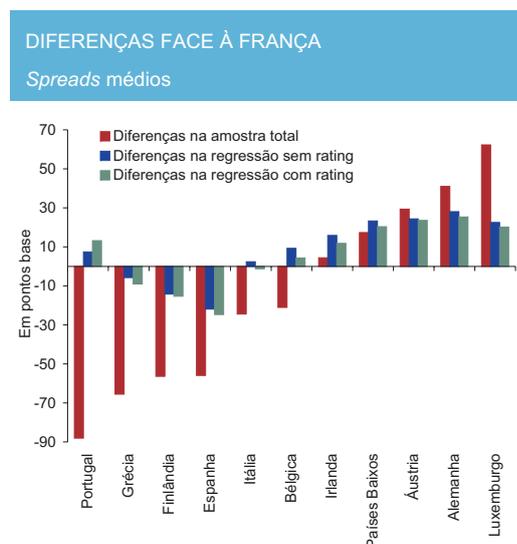
Nota: As restantes variáveis foram incluídas na regressão, mas os respectivos coeficientes não são reportados nesta tabela de forma a facilitar a interpretação da mesma.

5. EXISTEM DIFERENÇAS SISTEMÁTICAS ENTRE PAÍSES DA ÁREA DO EURO?

Na base de dados original, a diferença entre o *spread* médio mais elevado, observado a nível nacional, e o *spread* médio mais baixo correspondia a cerca de 150 pontos base. Um exercício simples de comparação dos coeficientes associados às variáveis que controlam a nacionalidade das empresas, obtidos na especificação geral (apresentada na coluna 1 do Quadro 2) sugere que esta métrica se comprime para cerca de 50 pontos base. Adicionalmente, o desvio-padrão das *dummies* associadas ao país da empresa reduziu-se para um terço do desvio-padrão original, após redimensionar todos os países face à França, omitida na regressão (Gráfico 2).

No sentido de testar a importância conjunta de grupos de características das empresas ou das operações foram efectuados testes *Wald*, cujos resultados se encontram sumariados no Quadro 4. A nacionalidade das empresas, no seu conjunto, apresenta-se como uma característica significativa em todas as especificações, suportando a ideia de que efeitos específicos país permanecem mesmo tendo em consideração as restantes características das empresas e as especificidades de cada operação.

Gráfico 2



Nota: As regressões subjacentes ao gráfico correspondem às colunas (1) e (2) do Quadro 2. Apenas a Alemanha, Países Baixos e Espanha são estatisticamente significativos a um nível de significância de 5%.

Quadro 4

TESTES WALD PARA OS DIFERENTES GRUPOS DE VARIÁVEIS

Conjunto de variáveis	Quadro 2			
	Equação (1)	Equação (2)	Equação (3)	Equação (4)
Ano	30.01 (0.00)	31.94 (0.00)	6.16 (0.00)	6.48 (0.00)
Nacionalidade da empresa	13.95 (0.00)	13.56 (0.00)	3.80 (0.00)	5.09 (0.00)
Dimensão do empréstimo	85.73 (0.00)	122.38 (0.00)	2.98 (0.03)	18.12 (0.00)
Rating	45.57 0.00	- -	30.80 0.00	- -
Maturidade	165.06 (0.00)	183.86 (0.00)	12.08 (0.00)	19.94 (0.00)
Objectivo do empréstimo	181.67 (0.00)	180.96 (0.00)	8.60 (0.00)	7.56 (0.00)
Tipo de instrumento	103.55 (0.00)	110.67 (0.00)	9.62 (0.00)	15.48 (0.00)
Comissões	6.76 (0.00)	9.44 (0.00)	1.29 (0.28)	5.97 (0.00)
Sector de actividade	17.00 (0.00)	18.52 (0.00)	3.59 (0.00)	4.70 (0.00)

Nota: Os valores entre parêntesis correspondem aos p-values.

6. CONCLUSÃO

Este estudo permite identificar alguns dos factores que estão subjacentes à fixação de preços no mercado de empréstimos sindicados na área do euro. Os resultados obtidos em estudos empíricos anteriores foram confirmados e os resultados estão em linha com os pressupostos teóricos no que diz respeito ao papel da maturidade, dimensão dos empréstimos e notações de *rating*. Os resultados obtidos mostram também que as garantias pessoais e reais são relevantes para explicar as diferenças de preço dos empréstimos concedidos a empresas, com uma relação negativa no caso das garantias pessoais e positiva no caso das garantias reais. Deste modo, o estudo fornece também indícios dos factores importantes a ter em consideração quando se estratifica o universo de empréstimos em classes homogéneas, com o intuito de construir estatísticas agregadas para as taxas de juro. Adicionalmente, o procedimento seguido permite isolar efeitos específicos de cada país dos restantes elementos caracterizadores de cada empresa e de cada operação.

Paralelamente, este estudo salienta alguns factos estilizados que merecem um estudo mais pormenorizado com o intuito de compreender melhor as razões que lhes poderão estar subjacentes. Em primeiro lugar refira-se o facto de as receitas associadas a comissões aparentarem ser complementares às receitas de intermediação dos bancos, em vez de substitutas como apontaria o senso comum, bem como a literatura que explora a relação entre as receitas de intermediação e as de prestação de serviços. Assim, este resultado requer um estudo mais detalhado, tendo em consideração que nem todas as comissões associadas a empréstimos são comissões cujo pagamento é efectuado no momento da celebração do contrato ou independentes da efectiva utilização do financiamento. Pelo contrário, algumas comissões são pagas de forma regular ao longo da vida do contrato tal como acontece com os juros. Um outro aspecto interessante relaciona-se com a evidência encontrada do efeito *home bias* no mercado de empréstimos sindicados, no sentido em que empréstimos em que nenhum dos bancos participantes tenha a mesma nacionalidade da empresa surgem mais dispendiosos. De acordo com esta conclusão, não será surpreendente se estudos empíricos subsequentes apontarem para uma integração incompleta na banca de retalho entre economias da área do euro. O resultado obtido torna-se particularmente relevante se for tido em consideração que o mercado de empréstimos sindicados, pela sua natureza, é mais integrado e transparente que o mercado de crédito em geral. Deste modo, uma análise mais detalhada nesta área, procurando avaliar a relevância de efeitos cruzados entre a nacionalidade dos bancos participantes nas operações e a respectiva função na mesma operação, nomeadamente na preparação e colocação da operação, deverá permitir conclusões mais precisas sobre os factores estruturais subjacentes a este efeito.

REFERÊNCIAS

- Angbazo, L.A., Mei, J. e Saunders, A. (1998), "Credit Spreads in the Market for Highly Leveraged Transaction Loans", *Journal of Banking & Finance*, 22, 1249-1282.
- Berger, A. e Udell, G. (1990), "Collateral, Loan Quality, and Bank Risk", *Journal of Monetary Economics*, 25, 21-42.
- Berger, A. e Udell, G. (1992), "Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing", *Journal of Political Economy*, 100, 1047-1077.
- Besanko, D. e Thakor, A. V. (1987a), "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopoistic and Competitive Credit Markets", *International Economic Review*, 28, 671-689.

- Besanko, D., e Thakor, A. V. (1987b), "Competitive Equilibria in the Credit Markets with Imperfect Information", *Journal of Economic Theory*, 42, 167–182.
- Boot, A., Thakor, A. V. e Udell, G. F. (1991), "Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results", *The Economic Journal*, 101, 458–472.
- Carey, M. e Nini, G. (2004), "Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle", *International Finance Discussion Papers* 813, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ECB (2006), "Differences in MFI Interest Rates Across Euro Area Countries", *Discussion paper*, European Central Bank, September.
- Gadanecz, B. (2004), "The Syndicated Loan Market: Structure, Development and Implications", *Quarterly review*, BIS, December.
- Jackson, P. e Perraudin, W. (1999), "The Nature of Credit Risk: The Effect of Maturity, Type of Obligor and Country of Domicile", *Financial stability review*, Bank of England, November.
- Jiménez, G. e Saurina, J. (2004), "Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk", *WP 0414*, Banca de España.
- Kashyap, A., Rajan, R. e Stein, J. (2002), "Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking", *Journal of Finance*, 57, 33–73.
- Manove, M., e Padilla, J. (1999), "Banking (Conservatively) with Optimists", *RAND Journal of Economics*, 30, 324–350.
- Manove, M., Padilla, J. e Pagano, M. (2001), "Collateral Versus Project Screening: A Model of Lazy Banks", *RAND Journal of Economics*, 32, 726–744.
- Rhodes, T. (2006), "Syndicated Lending: Practice and Documentation", *Euromoney Books*, 4th edition.

DEFINIÇÕES DAS VARIÁVEIS

Variável	Definição
Variável dependente <i>Spread</i>	Diferencial de taxa de juro (pontos base)
Variáveis explicativas <i>Dummies</i> temporais <i>ano_t</i>	Assume o valor 1 se o empréstimo foi contratado no ano t (1999-2006)
Variáveis específicas das empresas Sector de actividade	16 variáveis categóricas referentes ao sector de actividade da empresa
Nacionalidade	12 variáveis categóricas referentes à nacionalidade da empresa
<i>Rating</i> a	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre AAA e A-
bbb	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre BBB+ e BBB- (omitida na regressão)
bb	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre BB+ e BB-
b	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre B+ and CCC+
sem <i>rating</i>	Assume o valor 1 se a empresa não tem notação de <i>rating</i> atribuída
Tipo de empresa público	Assume o valor 1 se a empresa é detida pelo sector público
privado	Assume o valor 1 se a empresa é detida pelo sector privado (omitida na regressão)
Variáveis específicas das operações Dimensão do empréstimo Incrdp25	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no primeiro quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp50	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no segundo quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp75	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no terceiro quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp100	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no quarto quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano) (omitida na regressão)
Maturidade maturidade desconhecida	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é desconhecida
maturidade <1	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é inferior a um ano
maturidade 1 a 5	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é superior a um ano e inferior a 5 anos
maturidade >5	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é superior a 5 anos (omitida na regressão)
Objectivo do empréstimo <i>takeover</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento de operações de fusão e aquisição, ou recapitalização/reestruturação
<i>mezzanine</i>	Assume o valor 1 se entre operações <i>takeover</i> , a categoria do empréstimo é <i>mezzanine</i>
<i>asset backed</i>	Assume o valor 1 se o empréstimo se encontra garantido pelos activos financiados
<i>project finance</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento de projectos
<i>general</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento do conjunto da actividade da empresa (omitida na regressão)
desconhecido	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é desconhecido
Tipo de instrumento <i>term loans</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>term loan</i> (omitida na regressão)
linhas de crédito	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é linha de crédito
<i>bridge loans</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>bridge loan</i>
<i>mezzanine</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>mezzanine loan</i>
outros	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é desconhecida
Comissões <i>commitment fees</i>	<i>Commitment fees</i> (pontos base)
outras comissões	Outras comissões (pontos base)
comissões não disponíveis	Assume o valor 1 se a informação relativa a comissões não está disponível
Garantias garantias pessoais	Assume o valor 1 se existem garantias pessoais
garantias reais	Assume o valor 1 se existem garantias reais
Nacionalidade dos bancos <i>home bias</i>	Assume o valor 1 se a nacionalidade de todos os bancos participantes for diferente da nacionalidade da empresa

Anexo 2

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Empréstimo (€ m)								
média	245.72	378.11	282.12	317.73	187.36	193.61	261.26	305.84
[min; max]	[0.23; 9424]	[0.18; 20000]	[1.02; 5000]	[1.1; 10000]	[1.35; 6148]	[0.35; 7500]	[0.53; 8000]	[1; 21333]
Rating								
a	0.04	0.08	0.05	0.06	0.03	0.03	0.03	0.03
bbb	0.02	0.03	0.04	0.05	0.03	0.02	0.02	0.02
bb	0.01	0.02	0.01	0.02	0.03	0.03	0.02	0.01
b	0.01	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
sem rating	0.90	0.86	0.90	0.85	0.90	0.91	0.91	0.92
Maturidade								
maturidade desconhecida	0.04	0.06	0.04	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01
maturidade < 1ano	0.14	0.13	0.14	0.10	0.05	0.06	0.04	0.04
maturidade 1 a 5 anos	0.32	0.27	0.31	0.34	0.30	0.29	0.29	0.21
maturidade > 5 anos	0.50	0.54	0.51	0.55	0.63	0.64	0.65	0.73
Objectivo do empréstimo								
takeover	0.59	0.61	0.70	0.73	0.78	0.78	0.77	0.84
mezzanine	0.01	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
asset backed	0.02	0.03	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02
project finance	0.09	0.14	0.09	0.06	0.10	0.08	0.09	0.05
general	0.21	0.21	0.20	0.20	0.12	0.13	0.12	0.08
desconhecido	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de instrumento								
term loans	0.51	0.53	0.52	0.55	0.51	0.58	0.50	0.53
bridge loans	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03
linhas de crédito	0.43	0.40	0.40	0.39	0.42	0.35	0.38	0.34
outros	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.05	0.05
Comissões								
commitment fees (p.b.)								
média	11.13	14.16	16.63	15.45	18.17	10.20	8.75	6.50
[min; max]	[0; 100]	[0; 125]	[0; 150]	[0; 150]	[0; 190]	[0; 350]	[0; 150]	[0; 158]
outras comissões (p.b.)								
média	4.02	6.92	7.00	7.60	7.90	4.57	4.29	3.92
[min; max]	[0; 85]	[0; 100]	[0; 162]	[0; 300]	[0; 270]	[0; 160]	[0; 145]	[0; 360]
comissões não disponíveis	0.03	0.01	0.02	0.02	0.00	0.02	0.03	0.05
Garantias								
garantias pessoais	0.06	0.04	0.02	0.04	0.05	0.04	0.03	0.02
garantias reais	0.18	0.26	0.19	0.18	0.31	0.25	0.33	0.23
Tipo de empresa								
público	0.03	0.05	0.05	0.04	0.03	0.02	0.03	0.02
privado	0.97	0.95	0.95	0.96	0.97	0.98	0.97	0.98
Nacionalidade dos bancos								
home bias	0.07	0.13	0.10	0.05	0.07	0.09	0.09	0.14

Nota: Valores em percentagem do número total de observações, excepto se o contrário for mencionado.