

FUENTES DE FINANCIAMIENTO TRADICIONALES Y ALTERNATIVAS PARA LA PROMOCIÓN DE PROYECTOS PRODUCTIVOS EN TIEMPOS DE CRISIS

Traditional and Alternative Funding Sources to Promote Productive Projects in Times of Crisis

| Magnolia Miriam Sosa Castro¹

RESUMEN

En el contexto actual caracterizado por la era pospandémica, plagada de incertidumbre por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, donde coexisten bajos ritmos de crecimiento y altos niveles de inflación, las autoridades monetarias han propuesto acciones de política monetaria, elevando las tasas de interés de referencia, con el afán de paliar la situación. No obstante, dichas acciones incrementan los costos de financiamiento para nuevos proyectos productivos, por lo que se vuelve imperante el conocimiento de las diversas alternativas de financiamiento, así como la propuesta de nuevos mecanismos e instrumentos que permitan obtener recursos para promover la actividad económica. Así, en el presente artículo se analiza qué es un estudio financiero, qué es la estructura de capital y describe los diversos mecanismos de financiamiento «tradicionales», así como las nuevas estrategias: programas de fidelidad, micromercenazgo (*crowdfunding*), arrendamiento financiero (*leasing*), oferta inicial de «moneda» (*Initial Coin Offering*), oferta de *tokens* de seguridad (*Security Tokens Offering*) y oferta inicial en plataforma (*Initial Exchange Offering*).

Palabras clave: Estudio financiero, estructura de capital, tipos de financiamiento.
Códigos JEL: D24; D25; G32

¹ Profesora de Tiempo Completo, Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa. Departamento de Economía. <msosac87@hotmail.com>.

ABSTRACT

In the current context characterized by the post-pandemic era, plagued by uncertainty due to the war between Russia and Ukraine, where low growth rates and high inflation levels coexist, monetary authorities have proposed monetary policy actions, raising benchmark interest rates in order to alleviate the situation. However, such actions increase financing costs for new productive projects, so it is imperative to know the different financing alternatives, as well as to propose new mechanisms and instruments to obtain resources to promote economic activity. Thus, this article analyzes what a financial study is, what the capital structure is and describes the different «traditional» financing mechanisms, as well as the new strategies: loyalty programs, crowdfunding, leasing, Initial Coin Offering, Security Tokens Offering and Initial Exchange Offering.

Keywords: Financial study, capital structure, funding sources.

JEL Codes: D24; D25; G32

1. Introducción

El acceso al financiamiento es una de las variables clave para la economía, ya que permite canalizar recursos entre agentes superavitarios que tienen exceso de recursos y desean ahorrar, y aquellos deficitarios, los cuales necesitan dichos recursos para llevar a cabo alguna inversión, sea financiera o real (productiva).

Para las empresas es crucial contar con recursos para realizar sus actividades de producción y llevar a cabo nuevos proyectos que permitan ampliar sus operaciones. No obstante, en el complejo contexto internacional actual, caracterizado por el endurecimiento de la política monetaria a nivel internacional y altos niveles de endeudamiento en las organizaciones a raíz de la crisis del Covid-19, la obtención de financiamiento y alternativas para mantener y conseguir recursos frescos se vuelve titánica, por lo que es importante conocer todas las fuentes de financiamiento existentes para ampliar el abanico de posibilidades, contribuyendo a aminorar las presiones de las empresas en el momento de asegurar el flujo de recursos a costos accesibles.

En la literatura se reconoce la evolución de las empresas con base en sus fuentes de financiamiento, iniciando con capital de riesgo (aportaciones de los socios o emprendedor), clientes y proveedores, crédito bancario, deuda a corto y largo plazo y emisión de acciones en el mercado de capitales (Bosch, 2015).

Lo que generalmente ocurre es que aquellos que quieren realizar una inversión no cuentan con el capital inicial suficiente y la obtención de financiamiento puede ser difícil, sobre todo para aquellos proyectos de alta tecnología, empresas pequeñas y medianas y empresas de reciente creación (*start ups*). Así, se han desarrollado esquemas alternativos de financiamiento que permiten financiar los proyectos: programas de fidelidad, micromercenazgo (*crowdfunding*), arrendamiento financiero (*leasing*), oferta inicial de «moneda» (*Initial Coin Offering*), oferta de tokens de seguridad (*Security Tokens Offering*) y oferta inicial en plataforma (*Initial Exchange Offering*).

Es importante mencionar que la decisión de financiamiento depende de diversas variables y que con base en la combinación de fuentes de financiamiento (estructura de capital) habrá impactos en las utilidades y valor del proyecto/empresa. En referencia a lo anterior, el presente artículo tiene por objetivo definir un estudio financiero, analizar el impacto en la estructura de capital y presentar las diversas fuentes de financiamiento, tanto aquellas tradicionales, las de última generación impulsadas por el desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación, como por la de cadena de bloques.

Así, el trabajo se estructura de la siguiente manera: la segunda sección define un estudio financiero, la tercera parte aborda el tema de la estructura financiera de la empresa, la cuarta sección describe las distintas fuentes de financiamiento tradicional, mientras que la quinta parte describe los nuevos esquemas de financiamiento y la sección final concluye y resalta las reflexiones finales.

2. Estudio financiero

Un estudio financiero es un análisis exhaustivo de la situación económica y financiera de una empresa, proyecto o individuo, que se lleva a cabo con el objetivo de evaluar su viabilidad y salud financiera, así como identificar oportunidades y riesgos (Chandra, 2011; Gitman et al., 2019). Este proceso implica recopilar, organizar y analizar información financiera relevante, como estados financieros, flujos de efectivo, balances, costos e ingresos, con el fin de realizar diversos cálculos y ratios financieros que permiten evaluar la rentabilidad, solvencia, liquidez y eficiencia operativa de la entidad (Brigham & Houston, 2019; Ross et al., 2019).

El estudio financiero presenta elementos cuantitativos que posibilitan el examen y la decisión de un plan de negocios. Así, refleja la evolución de las acciones necesarias para que una empresa funcione, permitiendo observar el crecimiento

de la misma. La importancia de dicho estudio subyace en que evidencia, antes de iniciar cualquier proyecto o negocio, cuáles son las variables que intervienen en su desarrollo e implementación, contemplando el costo efectivo que conlleva operar el proyecto financieramente: costo de capital de trabajo, adquisición de activo fijo, gasto preoperativo.

Para desarrollar un estudio financiero, es necesario completar el siguiente proceso: i) definir claramente la idea o proyecto de negocios; ii) realizar el estudio de mercado, determinando la demanda potencial, el nicho de mercado, precio óptimo, mercadotecnia, distribución del producto; iii) estudio técnico donde se determinan los costos de implementación, especificando ubicación, equipo, infraestructura, tecnología, entre otros que son necesarios; iv) estudio de producción en el cual se consideran los materiales para la elaboración o comercialización del bien o servicio; v) por último, el estudio financiero, señala el costo de operación del proyecto, facilitando la evaluación de la rentabilidad y periodo de recuperación de la inversión.

El estudio financiero tiene como objetivo mostrar la forma en que se captan los recursos para inversiones previstas (Valbuena, 2006). El monto de financiamiento va a depender de:

- a) El tamaño, tipo de organización y del proyecto
- b) La tecnología
- c) La materia prima e insumos

Para precisar los factores señalados, es necesario elaborar un proyecto. Las cantidades de dinero requeridas para el proyecto se definen a partir del análisis de costos del estudio técnico y son retomados en la parte de presupuestos, ya que se describen las características, tratando en cada uno de sus aspectos las características y condiciones óptimas, además de la localización y tamaño del proyecto. Para desarrollar lo anterior, se deben tomar los resultados, tanto en el estudio de mercado, como en los planes de expansión.

3. Estructura financiera de la empresa

Como se menciona en la introducción, la estructura financiera nos indica en dónde se originan los recursos con los que cuenta el proyecto o unidad económica para su operación; es decir, es una mezcla de deudas, acciones preferentes e instrumentos

de capital contable, con los que la empresa planea financiar sus activos (Guercio et al. 2020).

Los primeros estudios sobre la estructura financiera fueron realizados por Modigliani y Miller (1958); la primera proposición de su teorema enuncia que una empresa/proyecto apalancado (financiado con deuda) y no apalancado es igual; en otras palabras, el valor no depende de la fuente de los recursos, sino de qué tan bueno o malo sea en sí mismo el proyecto o la empresa para generar valor (Giglio, 2022).

Dicha primera proposición asume una serie de supuestos entre los que se encuentran: ausencia de pago de impuestos, pago de dividendo constante, la estructura de la empresa se encuentra basada en deuda y capital, cuando se adquiere deuda, se compran acciones y viceversa, información perfecta, mercados eficientes y no hay costos de agencia ni de bancarrota (Mascareñas, 2008; Chen, 2021).

Como se puede observar, los supuestos en los cuales se basa la primera proposición distan de la realidad, por lo que, si se asume la existencia de impuestos y se relaja el supuesto de pago constante de dividendos y costos de bancarrota, es posible que se realice una elección de la estructura óptima de capital, maximizando así el valor del proyecto (Antill y Grenadier, 2019; Machado y Pereira, 2022).

Lo señalado es posible gracias a que, en general, el pago de intereses sobre una deuda no paga impuestos, mientras que el pago de dividendos sí lo hace, por lo que un proyecto apalancado podría tener un valor más alto que aquel que solo es financiado a través de capital. Al valor extra generado por la estrategia de apalancamiento también se le conoce como coraza/escudo fiscal (Galván Iñiguez, 2019; Mosquera Sevilla y Cabezas Lozano, 2021).

Con base en algunos autores como Peujio Fozap, Domínguez Blancas (2019), Sudiyatno et al. (2019), Echeverri-Castaño, Escobar-Ortega y Vergara-Garavito (2020), Pokharel (2023), los factores endógenos, es decir, al interior de la empresa, que influyen sobre las decisiones de estructura financiera, son las siguientes:

1. *Riesgo de Negocio de la Empresa*: es el riesgo que aparece en forma inherente a las operaciones si uno usara sus deudas; entre más grande, más baja es su razón de endeudamiento.
2. *Posición Fiscal de la Empresa*: una de las razones principales es el interés deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas; sin embargo, si gran parte del ingreso ya se encuentra protegido contra los impuestos

por medio de depreciación acelerada o por proactividad de pérdidas fiscales, no será necesario emplear la coraza fiscal.

3. *Flexibilidad Fiscal*: capacidad de obtener capital bajo términos razonables en condiciones adversas; cuando el dinero se encuentra escaso en la economía o cuando una empresa tiene dificultades operativas, prefieren entregar fondos que tienen balances generales fuertes, por lo que las necesidades de fondos tienen gran influencia sobre la estructura financiera óptima, ya que entre más grandes sean las necesidades posibles de fondos y entre peores sean las consecuencias, más fuerte deberá ser su balance general.

4. Fuentes de financiamiento tradicional

Las fuentes de financiamiento se clasifican con base en su origen y hay dos tipos; el primero es el capital propio o de riesgo y el segundo son recursos de terceros o ajenos (Chinche, 2020). El caso de los fondos de terceros, las condiciones de interés, plazos y garantías, así como su origen, puede ser muy diverso. La característica del capital propio es que los aportantes, ya sean personas físicas o morales, asumen el riesgo de perderlo si la empresa pierde el patrimonio o si el proyecto no es exitoso (Vera Ortiz, 2021).

En términos del presente trabajo, una fuente de financiamiento tradicional abarca métodos establecidos y convencionales, como préstamos bancarios, líneas de crédito, emisión de acciones y emisión de bonos. Estas fuentes de financiamiento han sido ampliamente utilizadas a lo largo del tiempo y siguen siendo fundamentales para respaldar las actividades empresariales y de inversión (Castro Pinilla y Valero Gómez, 2018).

Por otro lado, las fuentes de financiamiento no tradicional o alternativo son todas aquellas nuevas formas ideadas por la ingeniería financiera para obtener recursos: programas de fidelidad, micromercenazgo (*crowdfunding*), arrendamiento financiero (*leasing*), oferta inicial de «moneda» (*Initial Coin Offering*), oferta de tokens de seguridad (*Security Tokens Offering*) y oferta inicial en plataforma (*Initial Exchange Offering*), descritas a continuación.

Capital Propio

Se integra sin fijarse las fechas de su retiro posterior; su recuperación estará condicionada a los resultados de la inversión, al igual que su retribución. Quienes

aportan el capital de riesgo ejercen la titularidad del patrimonio (Stein y Wagner, 2019). De tal forma que:

1. Cuanto mayor sea la cantidad de capital propio, mayor flexibilidad tendrá la empresa en su manejo. El cumplimiento de los pagos obliga a generar fondos en los flujos de caja.
2. Cuanto más variable o menos predecible sea la evolución de una empresa, más ventajas tiene de disponer de capital propio en relación al prestado.
3. No hay normas o patrones cuantitativos establecidos.
4. Las formas de integrar capital de riesgo a un proyecto dependen del tipo jurídico de sociedad.
5. Las aportaciones de los socios pueden ser en dinero, bienes, títulos, patentes, etc. (Valbuena, 2006).

Capital de Terceros

Los recursos ajenos, obligaciones, pueden clasificarse por su temporalidad: corto (<1año), mediano (2> y <4 años) y largo plazo (>5 años). También se puede catalogar por su origen: financiamiento de organismos internacionales, tales como Banco Mundial, Corporación Financiera Internacional (CFI), Asociación Internacional de Fomento (AIF) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), son algunos de ellos (Altamirano, Chuquipa y Tafur, 2021).

Los plazos y tasas de interés varían según sea el destino del crédito y el grado de desarrollo del país receptor. Tales organismos sólo prestan contra la garantía de los gobiernos, logrando mayor seguridad y sobre todo obligando a dar prioridad pública.

Préstamos empresariales

Los créditos a las empresas pueden ser de pago único o estar asociados a una línea de crédito, al igual que ocurre con las personas físicas (créditos personales o tarjetas de crédito). Algunas de las instituciones que proveen este tipo de crédito son: bancos, arrendadoras, empresas de factoraje, uniones de crédito entre otras, son fuentes de financiamiento para las empresas (Alves, Mayordomo y Ruiz-García, 2022).

Dentro de los bancos existen aquellos que tienen redes extendidas, tienen amplio despliegue de infraestructura (medido por sucursales), así como participación relevante en todas las entidades del país. El elemento facilitador es la información y la relación que obtienen de los clientes al proveerlos de otros servi-

cios. El modelo de negocios aprovecha las economías de escala. En la medida en que conoce el historial de las operaciones y el desempeño está en condiciones de incurrir en menores costos (Moreno, Mora y Parrales, 2022).

Existen también aquellos conocidos como bancos de nicho o regionales, los cuales no tienen una red extendida, pero participan en el negocio de crédito, sobre todo a pymes. La búsqueda de clientes es de manera directa y, por la falta de infraestructura, no pueden aprovechar las economías de escala. El análisis de riesgo crédito es individual y expediente por expediente se evalúa individualmente (Mora-Torres, 2017).

Crédito quirografario

Entre los tipos de préstamos que realizan las instituciones financieras se encuentran aquellos que son quirografarios en los cuales no es necesario tener una garantía que los respalde; la principal función es la obtención de liquidez de manera rápida. Para la contratación de este tipo de crédito, se necesita la firma de un pagaré, donde se establece la fecha de devolución del capital. Entre las características que tienen: el periodo se fija con base en las necesidades de liquidez; generalmente, se solicita para emprendimientos o mejoras pequeñas, también se ocupan para subsanar necesidades de urgencia o incremento en el capital de trabajo. Algunas desventajas asociadas a este tipo de créditos son que, generalmente, tienen mayores tasas de interés, en relación con otros tipos de créditos, y el deudor debe estimar con exactitud el tiempo para hacer frente a dicha obligación (Torres Núñez, 2017).

Crédito de avío

En cuanto a las empresas o personas físicas dedicadas a actividades como agropecuarias, forestales, pesqueras y demás actividades económicas vinculadas al medio rural, es común que adquieran créditos de habilitación o de avío, los cuales sirven para la adquisición de materia prima, materiales y gastos directos de explotación, así como al incremento del capital de trabajo. Entre las características de este tipo de financiamiento se encuentran las siguientes: suelen ser de corto plazo, en la mayoría de los casos, la tasa anual es fija, la garantía se encuentra constituida por aquellos productos adquiridos o producidos a partir del crédito (pueden ser acompañados de garantías adicionales), las comisiones se determinarán con base en la clasificación de los clientes (riesgo del deudor), se incluyen seguros sobre los bienes en garantía y, en algunos casos, de vida sobre el contratante (Calvo y Flores, 2016).

Crédito refaccionario

El crédito refaccionario tiene por objetivo el financiamiento para la adquisición, reposición o sustitución de maquinaria o equipo y otros activos fijos. Este tipo de créditos tiene como características: es de largo plazo (mayor a 5 años), se solicitan garantías (terrenos, construcción y otros activos con los que cuente la empresa y con la producción generada a partir del equipo), puede ser revolvente y permite atender el proceso productivo de la empresa (Ozcáriz, 2000; Lezama Ruiz, Villagómez Méndez y Lezama Hernández, 2022).

Cofinanciamiento

La definición como tal alude al financiamiento conjunto de una actividad. Sin embargo, en el contexto financiero actual y ante la reducción del papel del Estado, el cual ha tomado un rol de regulador y administrador, este tipo de esquemas cada vez son más comunes en términos de lo que se conoce como las Asociaciones Público-Privadas (APPS) (Paz Sime, 2017).

El cofinanciamiento también es un esquema de financiamiento ampliamente empleado en la adquisición de bienes inmuebles; consiste en que el crédito se otorga por parte del fondo de vivienda (instrumento de carácter público) y la otra parte por medio de un crédito concedido por algún banco, SOFOMES (Sociedad Financiera de Objeto Múltiple) o SOFOLES (Sociedad Financiera de Objeto Limitado). El beneficio radica en que incrementa el monto del préstamo, y las aportaciones patronales se pueden destinar a liquidar el crédito de la institución privada, una vez saldado el crédito con el organismo público (Mulder y Pellandra, 2017).

Así, el cofinanciamiento son los fondos que concurren a un proyecto acompañando la ayuda financiera de un organismo internacional. Los préstamos los otorga la banca comercial privada u oficial, pero estos deberán aprobarse y analizarse por el organismo internacional (Valbuena, 2006; Mulder y Pellandra, 2017).

Créditos de Exportación

Son los préstamos ligados a la compra o construcción de un bien de capital incorporado en la inversión: consiste en que el fabricante de un país otorga un préstamo al comprador, que cubre una parte o todo el valor del bien adquirido. El comprador garantiza el crédito, exigiéndose por regla general el aval de una entidad bancaria (Valbuena, 2006).

En el caso de México, Bancomext ofrece diversos productos para promover el financiamiento y competitividad de las empresas exportadoras. Algunos de las alternativas que ofrecen son:

Fondos de Inversión de Capital de Riesgo: consisten en la aportación temporal de recursos de terceros al patrimonio de una empresa, para la generación de valor y optimización de la misma, permitiendo aportar soluciones a los proyectos de negocio, compartiendo riesgo y rendimientos donde el inversionista busca asociación estrecha y de mediano-largo plazo con los accionistas originales.

Financiamiento: este puede ser superior a 3 millones de dólares, el cual va enfocado a empresas grandes e inferior a dicha cantidad para Empresas Pequeñas y Medianas. El primero de dichos créditos puede ser destinado a industrias creativas como el cine, industria química, capital de trabajo, equipamiento, proyectos de inversión, corporativo, estructurado, sindicado e inventarios.²

Carta de crédito de exportación: es un instrumento que recibe un exportador por medio de un banco confirmador/notificador con el compromiso de garantizar el pago a su favor, a cambio de la presentación de documentos relativos a la venta de mercancías o prestación de servicios, los cuales se estipulan en la carta de crédito emitida por un banco emisor que actúa por cuenta propia y a orden del importador.

Líneas de financiamiento internacional

Financiamiento de Proveedores

Con base en la encuesta ENAPROCE y estudios de Cotler (2015) y Guercio, Vigier, Briozzo y Martínez (2016) señalan que los proveedores son la principal fuente de financiamiento para las empresas Pequeñas y Medianas en México y América Latina para la obtención de capital de trabajo. El crédito de proveedores es un tipo de financiamiento no bancario y consiste en obtener materia prima para el

² Para más información, véase <<https://www.bancomext.com/productos-y-servicios/credito>>.

proceso de producción, con el compromiso futuro de hacer el pago de la misma, una vez que se haya materializado la venta del producto terminado; una de las características es que no hay un pago de recargos ni intereses.

Créditos de Comprador

Funcionan de manera parecida a los créditos del proveedor, pero en este caso es el comprador quien financia de manera parcial o total la producción del bien a adquirir y entregar en una fecha futura; por este crédito tampoco se paga interés.

Financiamiento a través del mercado de capitales

La emisión de acciones consiste en hacer de dominio público una empresa, es decir, que la propiedad se puede encontrar en manos de diversos inversionistas, distintos a los que originalmente constituyeron la organización. Sin embargo, la emisión de acciones no es la única forma de financiarse en la Bolsa de Valores (cuadro 1).

Dentro de las ventajas que reporta este tipo de financiamiento se encuentran: el valor de la empresa aumenta, la estructura financiera se fortalece, se otorga reconocimiento financiero y estándares de calidad, hay mayor flexibilización de las finanzas de los empresarios, así como mayor fuente de capitalización, y finalmente se mejora la imagen nacional e internacionalmente de la empresa (BMV, 2018).³

Entre las desventajas de este mecanismo de financiamiento se encuentran: costos de gestión para preparar a la empresa y que pueda cotizar en bolsa, incremento en costos para la presentación de estados financieros y costos asociados a la calificación por parte de una agencia, se debe cumplir con una serie de requisitos que, generalmente, cumplen empresas muy grandes, implementación de prácticas de gobierno corporativo, pérdida sobre el control de la empresa.

Como se mencionó, existen otros instrumentos de financiamiento a través de las bolsas de valores, dentro de las que se encuentran: Certificados de Participación Ordinaria (CPO), Obligaciones, pagarés y papel comercial.

³ Véase <<https://www.bmv.com.mx/es/grupo-bmv/como-participar-en-la-bolsa>>.

CUADRO 1. INSTRUMENTOS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES Y TÍTULOS DE DEUDA

Mercado de capitales	Mercado de títulos de deuda emitidos por las empresas
Acciones	Certificado de Participación Ordinaria (CPO)
Representan una parte proporcional del capital social de una empresa	Un contrato de fideicomiso en el que se depositan bienes, valores o derechos que permiten al fiduciario la emisión de los certificados mediante los que obtiene financiamiento por un periodo mínimo de tres años. De manera típica, este es un medio para bursatilizar cuentas por cobrar, activos, derechos de cobro, entre otros
Certificado de Participación Ordinaria (CPO) sobre acciones	Pagarés
Un contrato de fideicomiso en el que se depositan acciones que permiten al fiduciario la emisión de los certificados mediante los que obtiene financiamiento por un periodo determinado de tiempo	Título de deuda que respalda la promesa incondicional de pago de su emisor al que proporciona recursos financieros para proyectos que maduran de uno a tres años
Obligaciones	Papel comercial
Títulos de deuda emitidos a plazos de tres a diez años	Es una línea de financiamiento para capital a plazo máximo de un año que brinda la flexibilidad de disposiciones y amortizaciones parciales acordes con las necesidades de flujo de la empresa

Fuente: Tomado de Góngora (2012).

5. Esquemas de Financiamiento no tradicional

Arrendamiento Financiero (*Leasing*)

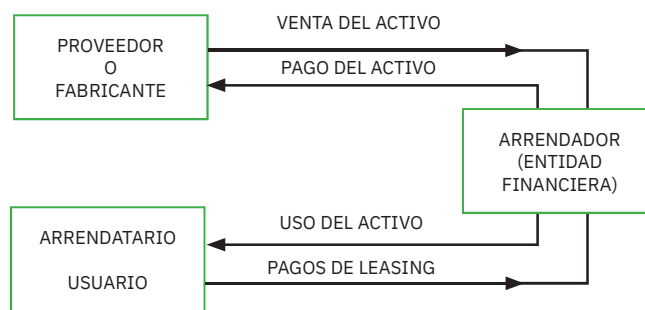
Como tal, no constituiría una forma de financiamiento si se observa desde el punto de vista formal. El bien que se arrienda, generalmente equipo o maquinaria, permanece en propiedad del arrendador y, por tanto, no constituye una inversión de la empresa. El bien que se arrienda es adquirido por la entidad; las cuotas de alquiler son fijadas en forma de cubrir las amortizaciones e intereses del financiamiento (Chalmeta, 2022).

Si bien formalmente no se considera un esquema de financiamiento, es una manera en la cual una empresa puede adquirir activos para producir y generar valor.

Existen muchas definiciones de lo que se entiende por arrendamiento financiero. Una de ellas es la de Agudo y Arceiz (2013), que lo conceptualizan como una operación financiera de mediano-largo plazo, en la cual aquel que necesita de un bien contrata con un intermediario financiero para que este último lo adquiera del fabricante, cediéndole con posterioridad el uso del mismo por un tiempo determinado, mediante un pago periódico, que le permitirá adquirir el bien o solamente realizar usufructo del mismo (Miranda, 2021).

También conocido como *leasing* financiero, Mavila (2003) define el arrendamiento como una opción a compra que tiene una empresa para adquirir un bien; este tipo de fondeo opera como un contrato mercantil, en el cual existen dos partes la arrendadora, quien le da al arrendatario un bien mueble o inmueble para su uso durante un tiempo determinado (llamado periodo irrevocable), a cambio de pagos periódicos con opción a compra en el valor estipulado con antelación (figura 1).

FIGURA 1. ESQUEMATIZACIÓN DEL FLUJO DE UN ARRENDAMIENTO FINANCIERO



Fuente: Tomado de Mavila (2003).

El arrendamiento financiero contiene una relación triangular entre los agentes, tal como lo muestra la figura anterior. El proveedor o fabricante es la empresa que elabora el producto, que será puesto a disposición del cliente necesitado del financiamiento. El arrendador es el intermediario financiero, es decir, es la entidad que paga, a la celebración del contrato, el bien a la empresa fabricante. Finalmente, el arrendatario es el cliente que usa el bien pagado unos periódicamente al intermediario financiero (Agudo y Arceiz, 2013).

Esta forma de arrendamiento es muy atractiva para todo tipo de empresas, pues permite al empresario utilizar maquinaria de última generación sin que este se descapitalice. Dado que es una operación bancaria, el cliente puede obtener equipo de alta tecnología para implementarla en su empresa, de esta manera mejora y potencia su capacidad productiva, abaratando costos de producción y mejorando la calidad de sus productos (Paputsachis y Wilma, 2016).

Con base en Mavila (2003), los tipos de arrendamiento financiero son los siguientes:

- *Lease Back*: tiene como finalidad vender un activo fijo y tomar en arrendamiento ese mismo activo con el objetivo de conseguir recursos para destinarlos a capital de trabajo.⁴
- *Subarriendo*: así se le denomina cuando participa un segundo o tercer arrendatario.
- *Arrendamiento apalancado*: consiste en la participación de tres agentes: el arrendador, una institución y el arrendatario.
- *Leasing Enfitéutico*: significa que el propietario de un terreno da en usufructo a una empresa de arrendamiento con el fin de que se construya una edificación sin que esta pague renta durante un plazo generalmente largo (20-30 años). Al término del contrato, el propietario del terreno adquiere la propiedad construida.

Dadas los obstáculos, restricciones y problemas que hay para adquirir financiamiento, la opción de compra financiada se ha convertido en una de las formas de financiarización⁵ más utilizadas por las empresas. Esta modalidad pone a disposición

⁴ Esta estrategia es análoga a la que realizan algunas empresas a través de instrumentos como los Fideicomisos de Bienes Raíces Asociados (FIBRAS), en la cual ceden la propiedad de sus activos fijos a fideicomisos, a cambio de títulos financieros que son negociables o efectivo. Así, transforman un activo fijo en un gasto, obteniendo liquidez para financiar sus actividades o nuevos proyectos.

⁵ Es un término que se utiliza para hacer referencia a prácticas productivas al interior de las empresas que, cada vez, emplean más mecanismos financieros para maximizar sus beneficios, ya sea sustituyendo las actividades propias del negocio por operaciones más rentables en el mercado financiero, o empleando estrategias de optimización que requieren menor inversión a través de distintas figuras y contratos financieros.

del cliente diferentes tipos de bienes como: oficinas, edificios, maquinarias, autos, aeronaves, computadoras, tal como se observa en el siguiente cuadro. Sin embargo, dado que se pactan una serie de pagos fijos y eventuales flujos contingentes es importante determinar su valor, debido a que se requiere conjugar métodos de valuación estáticos y de pagos contingentes (Milanesi, 2016).

El cuadro 2 muestra algunos de los artículos que se arriendan por tipo de empresa.

CUADRO 2. TIPO DE EMPRESAS Y ACTIVOS ARRENDADOS

Tipo de empresa	Activos Arrendados
Farmacia	Tiendas minoristas, centros de distribución, equipos
Tienda de abarrotes (supermercados)	Tiendas
Líneas aéreas	Aeronaves, instalaciones aeroportuarias (terminales, hangares, mantenimiento)
Ferrocarriles	Locomotoras, vagones de carga, edificios de oficinas
Restaurantes	Ubicaciones de restaurantes (solo terrenos o terrenos y edificios)
Petróleo y gas	Plataformas de perforación, plataformas de producción, edificios
Tiendas minoristas	Tiendas minoristas, equipos, centros de distribución

Fuente: Tomado de Grossman (2010).

De acuerdo con Paputsachis et al. (2016), la única desventaja del *leasing* financiero es que no se adquiere la propiedad del bien, por tanto, no se incrementan los activos de la empresa. Por otro lado, las ventajas que se señala son:

1. El cliente tiene la opción de comprar el bien a un precio residual una vez que se cumplió el periodo de arrendamiento.
2. Este periodo de arrendamiento se puede ampliar o bien arrendar otro bien que tenga mayores avances tecnológicos.
3. El banco puede comprar maquinaria, sin afectar la situación financiera por la obtención del crédito.
4. No existe riesgo por depreciación.
5. Existe diferentes opciones de arrendamiento financiero.
6. No se requieren garantías.

7. En caso de incumplimiento, el banco recoge el bien y se concluye el arrendamiento con liquidación de saldos hasta el día del arriendo.
8. Posibilidad de amortizar aceleradamente⁶ (Agudo y Arceiz, 2013).

Las ventajas y desventajas no se pueden determinar de forma general, ya que cada empresa tiene características diferentes. Así, Bourjade et al. (2017) determinaron mediante un estudio sobre la rentabilidad del arrendamiento financiero en la industria aérea a nivel mundial que existe un nivel de arrendamiento óptimo en las aerolíneas, el cual depende de la capacidad de fondos; en ocasiones, es más rentable comprar su flota que arrendarla. Las aerolíneas de bajo costo obtienen más beneficios al aplicar un arrendamiento financiero a su modelo comercial. En conclusión, el arrendamiento financiero suele ser más rentable para las empresas jóvenes a diferencia de las que ya están consolidadas. Así, la mezcla óptima entre arrendamiento y activos propios dependerá, entre otros factores, del tipo de empresa, el sector al que pertenezca, la localización de la misma y la etapa en que se encuentre.

Programas de fidelización

Al igual que el arrendamiento financiero, estrictamente no es un esquema de financiamiento. Los programas de fidelización de clientes son estrategias y técnicas mercadológicas cuyo objetivo es mantener cautivos a los clientes y lograr que haya una compra constante de sus productos o servicios (Agüero Cobo, 2014).

Lo anterior reporta las siguientes ventajas: mantener clientes es más barato que conseguir nuevos clientes, permite incrementar ingresos para pagar gastos fijos y emprender en nuevas líneas de negocio; es más probable que un cliente fidelizado recomiende la marca, y se tiene información importante de los clientes fidelizados que la competencia desconoce; dichos datos permiten ofrecer mejor servicio con base en las preferencias del cliente, programar entregas o diseñar productos con base en preferencias históricas (Alcaide, 2015).

Entre los principales esquemas de fidelización se encuentran: programas de recompensas, puntos y clasificación de clientes con base en su nivel de consumo, tarjetas de compra y clubes de clientes (García Gómez, 2009).

⁶ Si no hay certeza de que el arrendatario obtendrá el bien al vencimiento del contrato, este se amortizará totalmente a lo largo de su vida útil o del plazo del arrendamiento si este fuese menor.

Financiamiento colectivo o micromecenazgo

El concepto *crowdfunding* deriva de un concepto más amplio denominado *crowdsourcing*, el cual alude a la obtención de una multitud de ideas y soluciones para un objetivo enfocado al desarrollo de una idea de negocio (Bayus, 2013; Howe, 2008; Kleemann et al., 2008). Los proyectos a financiar por medio de este esquema varían en naturaleza y magnitud y son posibles gracias a una gran cantidad de pequeñas aportaciones, de manera alternativa a los esquemas de financiamiento tradicional (Schwienbacher y Larralde, 2012), cuyas tasas de interés suelen ser altas y los requisitos muy complejos de cubrir.

Dada la diversidad de proyectos, dependiendo de cada uno de ellos, se fijan las condiciones de financiamiento. En sus inicios, el financiamiento colectivo estaba basado en una filosofía altruista, ya que la donación se llevaba a cabo como un acto de apoyo y fe sobre alguna idea, sin la expectativa de recibir algo a cambio, sino fundamentada en el deseo de que un proyecto se llevará a cabo (*donating-crowdfunding*) (Cai, Polzin y Stam, 2021).

Con base en Freedman y Nutting (2015), a partir del *crowdfunding* y debido al gran surgimiento de proyectos que competían entre sí, se desarrollaron subesquemas tales como el financiamiento basado en recompensas, o *reward-based crowdfunding*, el cual, como su nombre lo dice, a cambio de la aportación se da una recompensa (de las Heras Ballell, 2013); financiamiento colectivo basado en deuda, o *lending o debt-based crowdfunding*, que funciona como un préstamo que realiza el colectivo de personas y los promotores del proyecto; finalmente, el financiamiento colectivo basado en activos, o *equity crowdfunding* o *crowdinvesting*, es análogo a la emisión de acciones, es decir, es un financiamiento en masa de proyectos mediante la participación en el capital de la sociedad promotora, el aportante se convierte en socio o accionista con el derecho a participar en la compañía y recibir beneficios por su operación (Moritz, Block y Lutz, 2015).

El financiamiento colectivo tiene una estructura básica, la cual incluye tres tipos de agentes: el promotor o desarrollador que requiere de los recursos para llevar a cabo un proyecto, los aportantes que son los que dan los recursos y el administrador de la plataforma. Es importante señalar que, dependiendo del proyecto y tipo de financiamiento (basado en recompensa, en deuda o capital), se establecerán las condiciones (Bagheri, Chitsazan y Ebrahimi, 2019).

Es importante mencionar que este esquema reporta importantes beneficios para el promotor del proyecto debido a que el financiamiento es colectivo y no

hay socios mayoritarios que ejerzan presión sobre la gestión del proyecto u organización y las condiciones son más flexibles, en comparación con los esquemas de financiamiento alternativos. Sin embargo, para el aportante es un esquema asociado al riesgo, debido a que se encuentra ligado a situaciones de fraude, conflicto de intereses y falta de transparencia, por mencionar los más importantes, por lo que existe un reto importante para las plataformas y autoridades generando mecanismos operativos y de regulación para proteger los derechos de los aportantes (Butticè y Vismara, 2022).

Financiamiento colectivo a través de cripto-tokens: Ofertas Iniciales de Moneda (Icos)

La tecnología de cadena de bloques es una revolución tecnológica y financiera que ha impulsado la generación de nuevas aplicaciones que la emplean como base. Así, se han generado nuevos instrumentos financieros de diversa naturaleza que funcionan de manera análoga a una moneda (monedas alternativas o *altcoins*) o a un activo (criptoactivos). Lo anterior ha sido posible gracias a extensiones del código inicial desarrollado para el bitcoin (Parrondo, 2021).

Los *tokens* o fichas son cadenas alfanuméricas que representan un registro en una base de datos descentralizada; así, todas las criptomonedas y criptoactivos son *tokens*. La extensión del protocolo de cadena de bloques ha permitido que se desarrollen implementaciones que superan las características del código base, a través de la extensión de nuevas capas sobre el mismo. Dentro de dichas extensiones es posible emitir contratos inteligentes,⁷ crear y ofrecer instrumentos financieros que funcionan de forma análoga a un derivado, acción o bono (Bednarz, 2020).

Las Ofertas Iniciales de Moneda (icos, por sus siglas en inglés) son un esquema de financiamiento que ha retomado los principios y filosofía del financiamiento colectivo y la tecnología de cadena de bloques para que empresas de reciente creación *start ups* de alta tecnología financien proyectos (Chohan, 2017; Adhami, Giudici y Martinazzi, 2018; Tiwari, Gepp y Kumar, 2020).

⁷ Son contratos que se autoejecutan en una plataforma y que facilitan, aseguran y garantizan que se cumplan acuerdos, una vez que se cumplan algunas condiciones específicas, que han sido previamente estipuladas (Luu et al., 2016).

Mediante las ICOs, los desarrolladores ofrecen fichas encriptadas –*crypto-tokens* para levantar capital inicial y llevar a cabo proyectos; al igual que en el financiamiento colectivo, las fichas tienen diversos usos y algunas de ellas otorgan derechos sobre los proyectos, denominados *tokens* de utilidad o *utility tokens*, como acceso alguna plataforma que otorgue descuentos o genere puntos sobre la compra de un producto o que provea servicios financieros, de entretenimiento (videojuegos, redes sociales, etc.), contenido digital, mensajería (Crosser, 2018; Momtaz, 2019).

Por otro lado, hay otro tipo de fichas encriptadas que dan derechos que pueden ser de tipo económico, como lo hace un bono o acción, también denominados como tokens de valor o *security tokens* (Mitra, 2018). Es importante mencionar que los *security tokens* no otorgan derechos sobre las decisiones del proyecto, a menos que se hayan fundado bajo la figura de Organización Autónoma Descentralizada (DAO) (Dupont, 2017).⁸

Dada la naturaleza del esquema ICO, al igual que en el financiamiento colectivo, existe controversia legal en torno a los mismos. Los organismos de regulación y supervisión financiera y fiscal, tales como la Security Exchange Commission en Estados Unidos, señalan que las ICO deberían pagar impuestos y reportar información sobre dichos proyectos, mientras que los desarrolladores argumentan que el pago de impuestos no es viable debido a que no hay activos en respaldo al momento del ICO, sino solamente promesas sobre el desarrollo de un proyecto que aún no se ha llevado a cabo y sobre el cual existe la probabilidad de fracaso. Igualmente, los detalles del proyecto no pueden ser revelados por secreto tecnológico e industrial, ante un potencial robo de ideas (Momtaz, Rennertseeder y Schröder, 2019).

En torno a las cuestiones legales, también se argumenta que los aportantes se encuentran desprotegidos y que son expuestos a situaciones de fraude y vinculación al financiamiento de actividades ilícitas, entre otros. Así, se han creado nuevos mecanismos en torno a las ICO con el objetivo de generar un ambiente de mayor certidumbre entorno a las mismas (Tiwari, op. cit.).

⁸ DAO es una forma de estructura única dentro del mercado de criptoactivos. Dicha estructura permite que los poseedores de *tokens* puedan tomar las decisiones acerca del futuro de la empresa.

Ofertas iniciales de intercambio (IEOS)

Las Ofertas Iniciales de Intercambio (IEOS), también denominadas como ICOs de segunda generación, son plataformas que ofrecen a los desarrolladores la promoción de sus proyectos en una plataforma específica que únicamente admite financiamiento a través de la criptomoneda desarrollada por dicha plataforma (Furnari, 2021).

Entre las ventajas que ofrecen las IEOS a los aportantes es que la plataforma garantiza que el proyecto cumple con ciertas características, dentro de las que se encuentra que haya viabilidad. Para los desarrolladores es benéfico, ya que el proyecto es puesto a consideración de un conjunto de inversionistas y es promovido por la plataforma (Anson, 2021); sin embargo, para la emisión de *tokens* es necesario revelar información sobre el proyecto y pagar comisiones por la cotización en dicha plataforma; igualmente, limita al proyecto a obtener financiamiento proveniente de otras fuentes, tales como otras criptomonedas o en efectivo (Binance, 2017; Luthra, 2019).

Oferta de tokens de seguridad (STO)

Finalmente, también se ha promovido la creación de un esquema denominado oferta de tokens de seguridad (STO), el cual consiste en que las empresas que quieren desarrollar proyectos sobre la tecnología de cadena de bloques emiten estos títulos y, al igual que en el caso de la emisión de acciones, los desarrolladores (Lambert, Liebau y Roosenboom, 2021) pagan dividendos derivados de las ganancias del proyecto, los valores se negocian en una plataforma segura y transparente, son regulados, ya que tienen los mismos requisitos que una empresa que cotiza en bolsa y no dan derecho sobre las decisiones del proyecto, a menos que se constituyan sobre una DAO (Luthra, 2019).

Comentarios y reflexiones finales

Dada la importancia del financiamiento empresarial, en términos del crecimiento y desarrollo económicos, es esencial conocer cuáles son las fuentes de financiamiento. Si bien existe una vasta literatura sobre los tipos de créditos, los nuevos esquemas de financiamiento aún no han sido suficientemente explorados.

Así, el objetivo del presente es describir el panorama general de los esquemas de financiamiento a los cuales pueden acceder las empresas o los inversionistas que requieran obtener recursos para llevar a cabo proyectos productivos. El conocimiento de las diversas alternativas llevará a una mejor toma de decisión, permitiendo minimizar los costos asociados al financiamiento, maximizando el valor de los flujos de efectivo y elevando la viabilidad y probabilidad de éxito del proyecto.

En el contexto actual, caracterizado por una elevada incertidumbre, parcial paralización de la economía por las aún nuevas olas de contagio por Covid-19, altos niveles de inflación y expectativas de incremento de tasas de interés y cambios y reorganización de las cadenas globales de valor, es de esencial importancia que se cuente con la mayor cantidad de alternativas posibles que permitan la obtención de recursos para la reactivación económica, mediante nuevos proyectos productivos. Lo anterior generaría nuevas fuentes de empleo, mayores ingresos fiscales y atracción de nuevas inversiones.

Es necesario seguir dando a conocer las alternativas de financiamiento, sus características y proponer nuevos instrumentos que se ajusten a las necesidades de las economías locales, activos que atiendan las necesidades sociales, ambientales y económicas, conciliando los intereses de todos los actores y agentes.

Referencias

- Adhami, S., Giudici, G., & Martinazzi, S. (2018). Why do Businesses go Crypto? An Empirical Analysis of Initial coin Offerings. *Journal of Economics and Business*, 100, 64-75.
- Agudo, L. F. & Arceiz, F. J. L. (2013). Arrendamiento financiero: estudio jurídico-contable y aplicación práctica. *Análisis financiero*, (122), 80-89.
- Agüero Cobo, L. (2014). Estrategia de fidelización de clientes.
- Alber, N., & Youssef, I. (2020). Capital Structure Determinants: A Cross-country Analysis. *International Business Research*, 13(5).
- Alcaide, J. C. (2015). *Fidelización de clientes 2ª*. ESIC.
- Altamirano, B. Y. G., Chuquipa, B. K. H. & Tafur, J. B. V. (2021). Gestión de capital de trabajo y la toma de decisiones en la empresa alba mayo SRL, Moyobamba-2021. *Ciencia Latina Revista Científica Multidisciplinar*, 5(6), 14931-14953.

- Alves, P., Mayordomo, S. & Ruiz-García, M. (2022). *La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño* (núm. 2209). Banco de España.
- Anson, M. (2021). Initial Exchange Offerings: The Next Evolution in Cryptocurrencies. *The Journal of Alternative Investments*, 23(4), 110-121.
- Antill, S., & Grenadier, S. R. (2019). Optimal Capital Structure and Bankruptcy Choice: Dynamic Bargaining Versus Liquidation. *Journal of Financial Economics*, 133(1), 198-224.
- Bagheri, A., Chitsazan, H., & Ebrahimi, A. (2019). Crowdfunding Motivations: A Focus on Donors' Perspectives. *Technological Forecasting and Social Change*, 146, 218-232.
- Bayus, B. L. (2013). Crowdsourcing New Product Ideas Over Time: An Analysis of the Dell IdeaStorm Community. *Management Science*, 59(1), 226-244.
- Bednarz, Z. (2020). La representación de acciones en forma de tokens en la blockchain. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (26), 9.
- Binance Academy (2017). Glossary/ Initial Exchange Offering
- BMV (2018). ¿Cómo participar en la bolsa? <<https://www.bmv.com.mx/es/grupo-bmv/como-participar-en-la-bolsa>>.
- Bosch, J. R. (2015). ¿Cómo salir de la trampa del lento crecimiento y alta desigualdad? El Colegio de México. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=b9Kl-CwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT28&dq=empresas+bosch+2015&ots=ieT1zjafWh&sig=zBTc-_oolmWL6dZRIHTHAWcnRH0>.
- Bourjade, S., Huc, R., & Muller-Vibes, C. (2017). *Leasing and Profitability: Empirical Evidence from the Airline Industry*. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 97, 30-46.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Butticè, V., & Vismara, S. (2022). Inclusive Digital Finance: the Industry of Equity Crowdfunding. *The Journal of Technology Transfer*, 47(4), 1224-1241.
- Cai, W., Polzin, F., & Stam, E. (2021). Crowdfunding and Social Capital: A Systematic Review Using a Dynamic Perspective. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120412.
- Calvo, O. & Flores, A. (2016). *Créditos de habilitación o avío y refaccionarios*.
- Castro Pinilla, M. A. & Valero Gómez, J. D. (2018). *Fuentes de financiamiento no convencionales que generan mayor liquidez a la pyme Compañía Interna SA* (Doctoral Dissertation, Corporación Universitaria Minuto de Dios).

- Chalmeta, B. T. (2022). Arrendamiento financiero: aspectos contractuales, registrales y concursales. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 98(791), 1443-1492.
- Chandra, P. (2011). *Financial Management*. Tata McGraw-Hill Education.
- Chen, J. (2021). On the Theoretical Foundation of Corporate Finance. *Structural Change and Economic Dynamics*, 59, 256-262.
- Chinche, E. R. L. (2020). Fuentes de financiación para la Estructura Financiera de la Empresa Cooperativa. *Investigación Académica*, 1(1), 45-56.
- Chohan, U. W. (2017). Initial coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability.
- Cotler, P. (2015). Crédito de proveedores, tamaño de empresa e informalidad. *El Trimestre Económico*, 82(327), 559-582.
- Crosser, N. (2018). Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities. *U. Kan. L. Rev.*, 67, 379.
- De las Heras Ballell, R. (2013). El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. *Revista Pensar en Derecho*, 3, 2, 101-123.
- DuPont, Q. (2017). Experiments in Algorithmic Governance: A History and Ethnography of «The DAO», a Failed Decentralized Autonomous Organization. In *Bitcoin and Beyond (Open Access)* (pp. 157-177). Routledge.
- Echeverri-Castaño, C. A., Escobar-Ortega, J. E. & Vergara-Garavito, J. (2020). Determinantes de la estructura de capital en la industria química colombiana. *Ecós de Economía*, 24(51), 29-44.
- Freedman, D., & Nutting, M. R. (2015). A Brief History of Crowdfunding. *Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA*.
- Furnari, S. L. (2021). Trough Equity Crowdfunding Evolution and Involution: Initial coin Offering and Initial Exchange Offering. *Lex Russica*, 1 (170), 101-117.
- Galván Iñiguez, H. C. (2019). *Efecto del escudo fiscal por depreciaciones de propiedades, planta y equipo en el impuesto a la renta de las sociedades de la provincia de Pichincha Período 2015-2017* (Bachelor's thesis).
- García Gómez, B. (2009). Los programas de fidelización de clientes en establecimientos detallistas. Un estudio de su eficacia. Tesis doctoral. Universidad de Valladolid
<<https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/33109/Tesis1440-181130.pdf?sequence=1>>.
- Giglio, F. (2022). The Capital Structure Through the Modigliani and Miller Model. *International Business Research*, 15(11), 1-11.

- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2019). *Principles of Managerial Finance*. Pearson Australia.
- Cóngora, J. P. (2012). La Bolsa Mexicana de Valores como opción de financiamiento. Comercio Exterior. México. <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/143/3/La_Bolsa_Mexicana_de_Valores.pdf>.
- Grossman, A. M., & Grossman, S. D. (2010). Capitalizing Lease Payments. *The CPA Journal*, 80(5), 6.
- Guercio, M. B., Briozzo, A. E., Vigier, H. P. & Martínez, L. B. (2020). La estructura financiera de las Empresas de Base Tecnológica. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 444-457.
- Guercio, M. B., Vigier, H. P., Briozzo, A. E. & Martínez, L. B. (2016). El financiamiento de las pymes del sector de software y servicios informáticos en Argentina. *Estudios Gerenciales*, 33(142), 3-12.
- Howe, J. (2008). *Crowdsourcing: How the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*. Random House. <http://metabase.uaem.mx:8080/bitstream/handle/123456789/1687/330_62.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. <<https://www.binance.vision/glossary/initial-exchange-offering>>.
- Kleemann, F., Voß, G. G., & Rieder, K. (2008). Un (der) paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work Through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1), 5-26.
- Lambert, T., Liebau, D., & Roosenboom, P. (2021). Security Token Offerings. *Small Business Economics*, 59, 299-325 (2022). <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00539-9>.
- Lezama Ruiz, N., Villagómez Méndez, J. & Lezama Hernández, L. G. (2022). Reto de los intermediarios financieros rurales: caso del estado de Guerrero. *Revista Mexicana de Ciencias Agrícolas*, 13(4), 651-660.
- Luthra E. (2019) «A New Trend in Crypto Funding Campaigns Companies». <<https://cointelegraph.com/news/a-new-trend-in-crypto-funding-campaigns-companies-resorting-to-ieos>>.
- Luu, L., Chu, D. H., Olickel, H., Saxena, P. & Hobor, A. (2016). Making Smart Contracts Smarter. In Proceedings of the 2016 ACM SIGSAC Conference on Computer and Communications Security (pp. 254-269). ACM.
- Machado, C., & Pereira, A. E. (2022). Optimal Capital Structure with Stock Market Feedback. *Review of Finance*, rfaco56.
- Mascareñas, J. (2008). *La estructura de capital óptima*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Mavila, D. (2003). Leasing financiero. *Industrial Data*, 6(1), 86-88.

- Milanesi, G. S. (2016). El arrendamiento financiero y valuación de opciones reales. *Contaduría y Administración*, 61(2), 353-373.
- Miranda, M. I. (2021). El impacto del arrendamiento financiero en Panamá. *Revista Saberes APUDEP*, 4(1), 34-54.
- Mitra R., (2018). *What are Security Tokens?* Blockgeeks. <<https://blockgeeks.com/guides/security-tokens/>>.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American*, 1, 3.
- Momtaz, P. P. (2019). Token Sales and Initial coin Offerings: Introduction. *The Journal of Alternative Investments*, 21(4), 7-12.
- Momtaz, P. P., Rennertseder, K., & Schröder, H. (2019). Token Offerings: A Revolution in Corporate Finance? Available at SSRN 3346964.
- Mora-Torres, C. J. (2017). Las fuentes de financiamiento a corto plazo como estrategia para el incremento de la productividad empresarial en las pymes. *Domino de las Ciencias*, 3, 338-351.
- Moreno, M. J. A., Mora, Q. G. N. y Parrales P. M. L. (2022). Microcréditos en la mipymes: oportunidad o limitante en su crecimiento empresarial. *UNESUM-Ciencias. Revista Científica Multidisciplinaria*, 6(2). ISSN 2602-8166, 169-192.
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor Communication in Equity-based Crowdfunding: a Qualitative-empirical Study. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(3), 309-342.
- Mosquera Sevilla, A. & Cabezas Lozano, C. A. (2021). El efecto escudo fiscal como determinante de la estructura de capital y la generación de valor: un análisis empírico para el mercado colombiano (The Fiscal Shield Effect as a Determinant of the Capital Structure and the Generation of Value: An Empirical Analysis for the Colombian Market). *Apuntes Contables*, (28).
- Mulder, N. & Pellandra, A. (2017). *La innovación exportadora en las pequeñas y medianas empresas: programas de apoyo y financiamiento en América Latina* (núm. 138). Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ozcáriz M., F. (2000). Garantías del constructor: el crédito refaccionario: reseña. *Revista Jurídica de Navarra*, 30, julio-diciembre 2000. 540-543.
- Paputsachis, P. & Wilma, I. (2016). El Leasing Financiero, un medio para mejorar los resultados de la industria. *Fides et Ratio-Revista de Difusión Cultural y Científica de la Universidad La Salle en Bolivia*, 11(11), 139-154.
- Parrondo, L. (2021). Finanzas descentralizadas, beneficios y riesgos. *Revista Técnica Contable y Financiera*.

- Paz Sime, M. A. (2017). El «cofinanciamiento» de las APP: concepto, naturaleza, evolución y experiencias. *Revista Derecho y Sociedad*, 49, 339-358.
- Peujio Fozap, F. M. & Domínguez Blancas, C. S. (2019). Los procesos de inversión en activos como determinantes de la estructura financiera de las grandes empresas mexicanas, 2000-2016: un enfoque por sectores. *Análisis Económico*, 34(85), 9-31.
- Pokharel, P. R. (2023). Capital Structure Determinants: Nepalese Evidence. Available at SSRN 4318437.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Alternative Types of Entrepreneurial Finance. In *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford Handbooks (2012; online edn, Oxford Academic, 18 Sept. 2012). <<https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780195391244.013.0013>>.
- Stein, E. H. & Wagner, R. A. (2019). El desarrollo del capital de riesgo en América Latina y el Caribe: una perspectiva comparada. *Revista Cepal*, 128.
- Sudiyatno, B., Nugroho, S., Susilawati, Y., & Nurhayati, I. (2019, July). Determinants of Capital Structure. In *International Conference on Banking, Accounting, Management, and Economics (ICOBAME 2018)* (pp. 62-65). Atlantis Press.
- Tiwari, M., Gepp, A., & Kumar, K. (2020). The Future of Raising Finance—a New Opportunity to Commit Fraud: a Review of Initial coin Offering (ICOs) scams. *Crime, Law and Social Change*, 73, 417-441.
- Torres Núñez, L. A. (2017). Los créditos quirografarios a corto plazo y su incidencia en los indicadores de liquidez en la Cooperativa de Ahorro y Crédito de Indígenas de Ecuador de la ciudad de Ambato otorgados en el primer semestre del año 2015 (Bachelor's thesis, Universidad Técnica de Ambato, Facultad de Contabilidad y Auditoría, Carrera Contabilidad y Auditoría).
- Valbuena R. (2006). *Guía de proyectos formulación y evaluación*. Machi Grupo Editor de México.
- Vera Ortiz, J. G. (2021). *Fuentes de financiamientos y crecimiento empresarial: caso empresas manufactureras, cantón quinindé* (bachelor's thesis, jipijapa. Unesum).