

Facultad de Ciencias Económicas y Estadística
Universidad Nacional de Rosario

Licenciatura en Economía

SEMINARIO DE INTEGRACIÓN Y TALLER DE METODOLOGÍA DE LA
INVESTIGACIÓN

SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA Y FINANCIAMIENTO PYME
EN ARGENTINA, ANÁLISIS MICROECONÓMICO

Análisis microeconómico del efecto de la implementación de las SGRs en
el acceso al financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

Altamirano Facundo

Legajo: A5020-2

Docente tutor: Luciano Villegas.
Julio de 2025.

Resumen

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) desempeñan un papel central en la economía argentina. A pesar de su relevancia, han enfrentado históricamente múltiples obstáculos estructurales, siendo uno de los más significativos la restricción en el acceso al financiamiento. El financiamiento bancario continúa siendo el método de financiamiento formal más conocido, sin embargo, el sistema financiero local presenta un escaso desarrollo y características que limitan su capacidad de satisfacer las necesidades de las Pymes.

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) surgen como respuesta institucional a estos problemas, haciendo de intermediarios que facilitan el acceso al crédito. Las SGR otorgan avales a las Pymes, para mejorar su calificación crediticia lo que les permite acceder a mejores condiciones de financiamiento.

La necesidad de la figura de la SGR, y el modo en que estas logran cumplir con su objetivo principal, constituyen el eje central del presente trabajo. Tanto los problemas con los que se encuentran las Pymes a la hora de obtener financiamiento, como el rol de la SGR para intentar solucionarlos, serán abordados microeconómicamente, respaldado con teoría y datos.

Abstract

Small and medium-sized enterprises (SMEs) play a central role in the Argentine economy. Despite their importance, they have historically faced multiple structural obstacles, one of the most significant being limited access to financing. Bank financing remains the most well-known form of formal funding; however, the local financial system is underdeveloped, limited in scope, and presents characteristics that hinder its ability to meet the needs of SMEs.

Reciprocal Guarantee Societies (SGRs) emerge as an institutional response to these problems, acting as intermediaries that facilitate access to credit. SGRs provide guarantees to

SMEs in order to improve their credit ratings, which enables them to obtain financing under better conditions.

The need for the SGR model and the way in which these entities fulfill their primary objective constitute the central focus of this paper. Both the financing challenges faced by SMEs and the role of SGRs in addressing them will be analyzed from a microeconomic perspective, supported by theoretical frameworks and empirical data.

CONTENIDO:

Introducción	5
Marco Teórico	6
Pymes En Argentina	9
Canales de financiamiento tradicionales	10
Fallas Del Mercado	11
Fallas en los mercados de créditos y de seguros	14
Incidencia de las fallas en el mercado de créditos Pyme	16
Sociedades De Garantía Recíproca	19
Análisis Económico	22
Análisis Microeconómico	23
Evidencia empírica	26
Consideraciones finales	32

Introducción

El presente trabajo aborda un análisis económico sobre cómo las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) contribuyen a mejorar el acceso al crédito de las Pymes en Argentina. A partir del enfoque de la teoría microeconómica de las fallas de mercado, principalmente aquellas derivadas de la asimetría de información, como la selección adversa y el riesgo moral, se explora de qué modo el sistema de garantías puede mitigar esas imperfecciones en el mercado de créditos y permite una asignación más eficiente de los recursos.

El estudio comienza con una descripción de la situación de las Pymes con respecto al acceso al financiamiento, los medios más utilizados comúnmente y los problemas que presentan. Se analiza la problemática estructural de financiamiento que enfrentan las Pymes en el país, así como las limitaciones del sistema financiero tradicional para atender adecuadamente a este sector. Luego se brinda una explicación de lo que se conoce en la literatura económica como fallas de mercado, y cuales se presentan en los mercados de créditos y seguros. Una vez realizada esta explicación general, se analizan las fallas presentes en el mercado de créditos Pyme.

La siguiente sección aborda una explicación conceptual del funcionamiento institucional de las SGR, sus objetivos, estructura operativa y brevemente se comenta el marco legal que las regula. Una vez finalizada esta presentación, se continúa con el análisis microeconómico de su accionar. En ese contexto, se argumenta que las SGR emergen como una herramienta clave para facilitar la inserción de las Pymes en el mercado bancario y de capitales, a través de la alineación de incentivos y la mejora en los canales de información entre empresas e inversores.

Los objetivos específicos de esta investigación son: (i) presentar los problemas que tienen las Pymes a la hora de buscar financiamiento; (ii) describir el funcionamiento de la SGR cómo institución capaz de solucionar estos problemas y analizarlo microeconómicamente; (iii) proponer una metodología para corroborar la hipótesis planteada, a partir de la recopilación y presentación de datos de fuentes oficiales.

Para ello, el trabajo combina el análisis teórico con una aproximación empírica sustentada en datos provenientes del Ministerio de Economía (SEPyME), el Banco Central de la República Argentina (BCRA), el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC), el Mercado Argentino de Valores (MAV), entre otras entidades. Asimismo, se presentan comparaciones de condiciones crediticias, tasas de mora y volumen de operaciones entre empresas que acceden al financiamiento con aval y aquellas que lo hacen sin él, para arribar a una conclusión.

Marco Teórico

La dificultad en el acceso al financiamiento por parte de las pequeñas y medianas empresas constituye una problemática ampliamente abordada por la teoría económica, en especial desde el enfoque de los fallos de mercado asociados a la información imperfecta. Entre los principales obstáculos que enfrentan las pequeñas y medianas empresas para acceder al crédito, se destacan la asimetría de información, el riesgo moral y la selección adversa. Éstos impiden una asignación eficiente de los recursos en el sistema financiero.

El concepto de asimetría de información fue introducido formalmente por George Akerlof (1970) en su célebre artículo “The Market for Lemons”, donde plantea que en mercados donde los vendedores conocen la calidad del bien ofrecido pero los compradores no, la incertidumbre puede reducir el precio promedio ofrecido y terminar expulsando del mercado a los bienes de mayor calidad. Este modelo, conocido como el “mercado de los limones”, muestra cómo en los

mercados donde la falta de mecanismos que revelen la calidad o solvencia de los agentes lleva a resultados subóptimos y, en casos extremos, a la desaparición misma de estos mercados (Akelrof, 1970).

En el ámbito crediticio, Joseph Stiglitz y Andrew Weiss (1981) aplican este razonamiento al mercado de préstamos, desarrollando un modelo donde la imposibilidad de discriminar entre prestatarios de diferente nivel de riesgo lleva a una situación de racionamiento de crédito. En lugar de compensar el mayor riesgo con una tasa de interés más alta, los prestamistas prefieren restringir la oferta de crédito, ya que las tasas elevadas atraen a los solicitantes más riesgosos. Este racionamiento genera exclusión financiera, incluso de empresas solventes, lo cual representa un fallo de mercado de carácter estructural (Stiglitz & Weiss, 1981).

Estos problemas se agravan en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes), que suelen carecer de garantías reales, historial crediticio o información financiera estandarizada, lo que incrementa el riesgo percibido por parte de los bancos. Ante esta situación, la existencia de mecanismos institucionales capaces de reducir la incertidumbre y brindar señales creíbles al sistema financiero es esencial para restituir el funcionamiento eficiente del mercado.

En este marco, las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) emergen como una respuesta institucional frente a los problemas que se generan por estas imperfecciones. Su función como intermediarios especializados busca atacar directamente a estos problemas de información y los desequilibrios que provocan.

Desde la teoría del “signalling” o teoría de la señalización, Michael Spence abordó la problemática de las fallas de información, a través de los resultados que puede generar la generación y transmisión de señales desde la parte más a la menos informada. En términos de

nuestro objeto de estudio, se puede trazar un paralelismo con el otorgamiento de avales por parte de una SGR, que constituye una señal creíble hacia el mercado sobre la calidad crediticia del prestatario (Spence, 1973).

Adicionalmente, pueden encontrarse similitudes entre el funcionamiento de las SGR y el de los mercados de seguros, los cuales son analizados en la teoría microeconómica. En estos mercados, la selección adversa y el riesgo moral también constituyen fallos típicos que deben ser mitigados mediante mecanismos de evaluación previa, monitoreo y estructura de incentivos. En este sentido, las SGR pueden entenderse como un “seguro de crédito parcial”, que opera reduciendo los costos de transacción, mejorando la calidad del screening y disminuyendo el riesgo percibido.

En suma, la teoría económica aporta múltiples herramientas conceptuales robustas para interpretar el rol de las SGR como instituciones diseñadas para corregir fallos de mercado en el acceso al crédito. Este marco analítico servirá de base para evaluar empíricamente su impacto en el sistema financiero argentino.

Al utilizar el enfoque microeconómico de las fallas de mercado, es necesario considerar cuales son los supuestos aplicables, tal como lo desarrollan en su publicación para el Ministerio de Economía, Cecilia Allami y Alan Cibils, en base al trabajo de a Kosacoff y Ramos en 1997:

Pese a tener una raíz eminentemente neoclásica, (el enfoque basado en fallos del mercado) deja caer algunos de los supuestos tradicionales. En particular, acepta que los mercados de factores pueden no operar perfectamente y que puede haber fallas de mercado en la coordinación de las decisiones de inversión dentro de la industria por varias razones: mercados de información ausentes, deficiencias del mercado de capitales, economías de escala, inversiones interdependientes en actividades relacionadas verticalmente,

externalidades en la creación y aprendizaje de habilidades, y eslabonamientos múltiples. (Allami & Cibils, 2010) (Kosacoff & Ramos, 1997).

Los supuestos teóricos identificados como las posibles causas de las fallas de mercado tienen fuertes coincidencias con el objeto de análisis del presente trabajo. En este sentido, el marco conceptual delineado permite dotar al análisis de una mayor rigurosidad técnica, facilitando una aproximación más precisa y fundamentada a la problemática abordada.

Pymes En Argentina

Las pequeñas y medianas empresas constituyen el núcleo del entramado productivo argentino. Representan aproximadamente el 99,6 % de las empresas del país y generan entre el 64 % y el 70 % del empleo privado registrado (CEVEC, 2023). Su presencia abarca todo el territorio nacional y todos los sectores económicos, con especial concentración en comercio, servicios e industria. Además, aportan cerca del 45 % del valor agregado nacional, son relevantes en la generación de empleo joven y tienen una participación significativa en el universo de empresas exportadoras.

A pesar de su relevancia, las pymes enfrentan dificultades estructurales para acceder al crédito formal. Según el Informe de Inclusión Financiera del Banco Central (BCRA, 2023), apenas el 42 % de las empresas registradas tenía financiamiento bancario activo, y las que accedían lo hacían muchas veces en condiciones poco favorables. A modo ilustrativo, una encuesta realizada por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa de 2024 reveló que solo el 21 % de las Pymes había accedido a financiamiento en los últimos seis meses, y entre las principales causas de rechazo se destacaban los elevados requisitos y tasas de interés extremadamente altas (CAME, 2023).

Estas dificultades se ven agravadas por el contexto macroeconómico argentino. La elevada inflación, la volatilidad financiera, las tasas de interés reales altas, la baja profundidad

del sistema financiero (el crédito al sector privado representa menos del 7 % del PBI, frente a un promedio del 50 % en América Latina) y la concentración del crédito en grandes empresas, generan un entorno restrictivo (BCRA, 2023) (ECONOMY, s.f.).

Más allá de estas condiciones macroeconómicas adversas generales, a nivel micro las pymes presentan características particulares les suelen generar complicaciones a la hora de buscar financiamiento. Estas se desarrollarán en las próximas secciones, así como también, las formas institucionales que se desarrollaron e implementaron para intentar buscar solucionar dichos problemas.

Canales de financiamiento tradicionales

Las MiPyMEs en Argentina acceden al financiamiento a través de diversos canales, aunque en su mayoría recurren a instrumentos tradicionales con baja complejidad, y otros con escaso desarrollo formal. El crédito bancario continúa siendo el principal medio de financiamiento externo, seguido por mecanismos como el descuento de cheques o pagarés, la utilización del descubierto bancario y, en menor medida, herramientas del mercado de capitales como la emisión de obligaciones negociables o la negociación de cheques de pago diferido y pagarés en mercados como MAV o BYMA. Además, una parte significativa del financiamiento proviene de fuentes informales o no reguladas, como préstamos entre privados, familiares o proveedores.

Según la Encuesta ICAF sobre acceso al financiamiento pyme del año 2024, entre las empresas que accedieron a financiamiento, el canal más utilizado fue el descubierto bancario (36 %), seguido por el descuento de cheques (32 %) y préstamos bancarios tradicionales (24 %). Solo un 5 % de las pymes utilizó herramientas del mercado de capitales, lo que evidencia la limitada inclusión financiera en este segmento (CAME, 2024) (SEPYME, 2022) (FOGABA).

La escasez estructural de crédito al sector privado que se menciona en la sección anterior, sumado a los problemas de información del sistema que se desarrollará más adelante, han provocado que el financiamiento disponible para las Pymes se vea afectado, sea más costoso, de plazos más cortos y con condiciones contractuales más restrictivas que el que pueden obtener las empresas grandes. Como consecuencia, muchas pymes quedan relegadas frente a estas últimas, que por su tamaño, mayor formalización y reputación crediticia, acceden a mejores condiciones y tasas más competitivas.

Las Pymes, cómo se mencionó, se ven más afectadas que las grandes empresas por ciertas características particulares que poseen. Estas características, derivan en problemas, principalmente de información y de incentivos, y tienen una estrecha relación con lo que en la teoría se conoce como fallas de mercado. Este concepto, muy recurrente en los mercados de créditos, será desarrollado en la siguiente sección y será el eje central del presente trabajo. En las secciones siguientes se analizarán en profundidad estas fallas y sus implicancias y se analizará el rol de las Sociedades de Garantía Recíproca como herramientas para intentar contrarrestarlas.

Fallas Del Mercado

El funcionamiento eficiente de los mercados depende de ciertas condiciones teóricas, como la competencia perfecta, información simétrica, ausencia de externalidades y libertad de entrada y salida. Sin embargo, en la mayoría de los casos estos supuestos no se cumplen. En numerosos sectores económicos, en particular en el mercado de crédito, por lo menos una de estas condiciones no se verifica. Esto da lugar a lo que la teoría económica denomina falla de mercado, una situación donde la interacción libre de los agentes no conduce a una asignación óptima de los recursos. Es decir que, si esta falla no es tratada y persiste, se estarán desperdiciando recursos, y existe la posibilidad de llegar a una situación superadora, en la que

por lo menos una de las partes afectadas puede mejorar su situación, sin empeorar la de los demás (mejora en términos de Pareto).

Cuando se identifican fallas de mercado en un sector particular de la economía, se intenta encontrar soluciones de diversas maneras, generalmente a través de la intervención del Estado o del diseño de mecanismos institucionales que permitan restituir cierto grado de eficiencia. Estas soluciones abarcan desde regulaciones estatales, hasta la creación de arreglos institucionales privados o mixtos. Por ejemplo, en la teoría se suelen mencionar los “contratos complejos” como respuesta a este tipo de problemas, pero en la práctica son muy difíciles de concretar.

En el caso del financiamiento pyme, las principales fallas se vinculan con la existencia de problemas de información asimétrica. En este tipo de falla sucede que una de las partes involucradas en la negociación está más informada que la otra y tiende a usar esa información para su propio beneficio, a costa de la otra parte. El problema va más allá de esta acción oportunista de la parte informada, porque además desencadena una serie de incentivos que conducen a una situación ineficiente, que tiende a empeorarse con el tiempo.

La falla conocida como información privada está definida teóricamente como “la información acerca del valor de un artículo que se negocia, que poseen solo los compradores o los vendedores. Un mercado en el que los compradores o los vendedores poseen información privada tiene información asimétrica” (LORIA, 2010). La información asimétrica genera incentivos a que la parte más informada no revele o esconda información que posee, para así obtener un beneficio, perjudicando a la contraparte.

El problema de la información asimétrica puede presentarse como selección adversa o como riesgo moral, estos conceptos abordan un mismo problema, en distintas situaciones, lo que genera distintos resultados. En ambos casos, hay una parte que tiene más información

sobre la negociación que la otra, la diferencia clave es el momento en que decide beneficiarse de la misma, si antes o después de realizado el contrato.

La información asimétrica es la “tendencia de las personas a establecer acuerdos en los que usan su información privada en beneficio propio y en desventaja de la parte menos informada” (LORIA, 2010). Esta fue formalizada por George Akerlof (1970) en su modelo del mercado de los “lemons”.

Akerlof utilizó el ejemplo del mercado de automóviles para ilustrar la brecha de información entre vendedores y compradores. Sostuvo que la razón por la que los compradores no pueden distinguir entre un coche en malas condiciones y uno bueno es que no tienen acceso a la información completa necesaria para hacerlo. Los vendedores, en cambio, tienen acceso a esa información, por lo tanto, pueden venderlos por más de lo que realmente valen. Akerlof también señala que, como los compradores no disponen de la información para diferenciar un coche malo de uno bueno, pueden estar dispuestos a no pagar nada por encima del precio medio. Aunque esto puede beneficiar a los vendedores de coches de baja calidad, que de otro modo tendrían que vender sus coches a un precio muy inferior al precio medio, puede perjudicar a los vendedores de coches buenos, que deberían poder vender sus coches a un precio muy superior al precio medio.

Esta situación da como resultado una situación en la que los buenos automóviles son expulsados del mercado, y cada vez hay más incentivos a que se ofrezcan autos malos en el mercado (lemons). Esta analogía, puede ser llevarla al caso de los préstamos, donde los problemas de información llevan a que los buenos demandantes de créditos sean expulsados del mercado y los malos sean los principales demandantes. Esto genera que las tasas sean

superiores, para los prestamistas poder cubrirse, y los montos totales negociados, sean menores.

El riesgo moral, desarrollado en modelos de Stiglitz y Weiss, es la “tendencia a usar esa información en su propio beneficio y a costa de la parte menos informada después de haber realizado un acuerdo” (LORIA, 2010). En este caso, primero se celebra un contrato y luego de realizado, se generan incentivos a la parte más informada de usar esta información en su propio beneficio, a costa de la otra parte desinformada. Estos autores explican el racionamiento del crédito como una falla directamente relacionada con este concepto. Su modelo destaca cómo la información asimétrica entre prestamistas y prestatarios puede llevar a que los prestatarios (en este caso los bancos) racionen el crédito, incluso cuando existen tasas de interés más altas que podrían atraer a prestatarios con menor riesgo. La falta de información completa y confiable sobre la solvencia de los solicitantes de préstamos lleva a los bancos a limitar la cantidad de crédito ofrecida, en lugar de simplemente ajustar las tasas de interés. Estas imperfecciones afectan tanto al acceso como a las condiciones del financiamiento, provoca que se desperdicien recursos, y este mercado se mueva siempre dentro de equilibrios subóptimos.

Fallas en los mercados de créditos y de seguros.

Los mercados de crédito comparten con los mercados de seguros una característica fundamental: el bien que se intercambia (el crédito o la cobertura) involucra incertidumbre y riesgo futuro. En estos contextos, la información completa y verificable sobre el comportamiento o la solvencia de los agentes es difícil de obtener, lo que da lugar a los problemas de información ya mencionados.

Definido en términos microeconómicos el mercado de créditos es el ámbito donde oferentes y demandantes interactúan para llegar a un precio y una cantidad de equilibrio. Los

agentes económicos con excedentes monetarios están dispuestos a prestar este excedente a los agentes que necesitan financiarse, a cambio de un precio. Durante esta interacción se determina el precio y la cantidad de equilibrio, siendo el precio del crédito la tasa de interés y la cantidad el crédito efectivamente tomado.

“En el mercado de créditos, el riesgo de que un prestatario no reembolse su crédito se llama riesgo de crédito. En este mercado, la oferta y la demanda de créditos determinan la tasa de interés y el precio del riesgo de crédito. Si los prestamistas no pudieran cobrar diferentes tasas de interés para reflejar los diferentes grados del riesgo de crédito, habría un equilibrio conjunto y un mercado de préstamos ineficiente.” (LORIA, 2010)

La selección adversa en el mercado de créditos aparece cuando el prestamista no puede distinguir entre buenos y malos prestatarios, ya que esta información solo la poseen los solicitantes de los préstamos. Como consecuencia, el prestamista impone condiciones promedio (como mayores tasas o exigencias de garantías) para cubrirse del riesgo, lo que termina expulsando del mercado a los buenos solicitantes. Al exigir igual tasa a los solicitantes riesgosos que a los seguros, los primeros tendrán más incentivos a demandar préstamos que los segundos. Si este problema no se aborda, tiende a ir empeorando con el tiempo, como se plantea en el ejemplo de los “lemons” de Akerlof.

El demandante del crédito no revela (o incluso oculta) información acerca de su capacidad y disposición a pagar, para obtener mejores tasas de interés. Cuando esto sucede recurrentemente, quienes ofrecen créditos si no pueden solucionar el problema de ser la parte menos informada, tienen que modificar su comportamiento para tratar de evitar ser perjudicados.

El riesgo moral en el mercado de créditos, aparece por el comportamiento del prestatario luego de recibir el crédito. Si el banco no puede monitorear su conducta, el

prestatario puede adoptar decisiones más riesgosas, ya que no internaliza completamente las consecuencias del incumplimiento.

Estos problemas son todavía más evidentes en los mercados de seguros. La selección adversa es la que enfrentan las aseguradoras, debido a que quienes contratan un seguro son probablemente las personas más riesgosas. El riesgo moral es el que enfrentan los asegurados y aparece porque una persona que contrató un seguro tiene menos incentivos para evitar pérdidas que una persona no asegurada, es decir, cuando los costos del incumplimiento se ven afectados por la propia realización del contrato. Cuando alguien contrata un seguro, suele suceder que ex post modifique su comportamiento, y esto lleve a que las posibilidades de tener que ejecutar el mismo aumenten. Estos mismos mecanismos generan sobreutilización de servicios, ya que el asegurado post celebración del contrato cambia su comportamiento, y tiene menos incentivos a actuar de forma prudente. El caso de los créditos avalados o garantizados puede generar este mismo problema si el sistema no se diseña adecuadamente.

Tanto las compañías de seguro como las entidades financieras buscan formas de mitigar estos dos problemas para poder distinguir entre los niveles de riesgo asociados a los distintos agentes y poder cobrar eficientemente según estos (primas y tasas, respectivamente), pero no siempre logran hacerlo con éxito. En ambos mercados, los mecanismos institucionales de evaluación y monitoreo, así como las garantías, se intentan de implementar como herramientas para mitigar estas fallas.

Incidencia de las fallas en el mercado de créditos Pyme

Estas fallas teóricas tienen una manifestación clara en el financiamiento pyme. Las Pymes enfrentan mayores barreras de acceso al crédito debido a su menor tamaño, menor formalización, falta de colaterales físicos y escasa información financiera estandarizada. Esto

dificulta que los bancos puedan distinguir su verdadero perfil de riesgo, por lo que muchas veces terminan excluyéndolas o asignándoles tasas elevadas.

Según el Informe de Inclusión Financiera del BCRA (2023), el 58 % de las MiPyMEs no accede a crédito bancario formal, y entre las que lo hacen, el monto promedio otorgado es menor al requerido. Tal como se menciona en secciones anteriores existe una restricción de oferta de crédito generalizada, pero afecta más fuertemente a empresas con menor poder de negociación.

Estos problemas que dificultan el acceso de las Pymes al financiamiento, son potenciados por la falta de crédito en general, ya que una igual cantidad crecientes de demandantes de créditos tiene que competir por una cantidad de fondos disponibles cada vez más escasa.

Por las fallas de mercado mencionadas, muchas empresas solventes quedan sin acceso al crédito, mientras otras acceden en condiciones costosas o ineficientes. Esto sucede en parte, porque la forma de financiamiento más difundida es a través del crédito bancario, y esta suele no ser la opción más beneficiosa para las pymes. El sistema de créditos bancario presenta ciertas rigideces que no permiten una completa adecuación a las características particulares que tienen las pymes, y es aquí donde aparecen las fallas de mercado.

Como se mencionó, ante la imposibilidad de los prestamistas de cobrar diferentes tasas de interés según los grados del riesgo de crédito de cada solicitante, se da un equilibrio conjunto y un mercado de préstamos ineficiente. Esta situación es habitual cuando una pyme busca financiamiento, ya que acreedores no tienen la información suficiente para determinar su nivel de riesgo crediticio y conseguirla les resulta una tarea muy difícil y poco rentable. Las entidades financieras ante esta situación ofrecen a todas las empresas a una tasa de interés

que les permite cubrirse ante el riesgo potencial de las empresas que no quieren (o no pueden) revelar toda su información.

Esto genera que las empresas menos riesgosas soliciten menos créditos que si se les ofreciera una tasa acorde a su riesgo, y los más riesgosos por el contrario, demanden más créditos que en un escenario de información completa y tasas de interés distintas según los niveles de riesgo.

Aunque existan pequeñas empresas dispuestas a transmitir su información a sus potenciales acreedores, muchas veces esto no sucede ya que, para este último, la recopilación y análisis de la misma puede resultar un proceso muy costoso e ineficiente. Las grandes empresas, por el contrario, tienen historiales crediticios, balances auditados por calificadoras y de público acceso y demás información que facilita a las entidades financieras analizar su riesgo crediticio. Por otro lado, financiar a una empresa pequeña implica menores beneficios para el banco comparado con la opción de otorgar créditos a las grandes empresas que demandan créditos superiores, y por lo tanto pagan mayores intereses, comisiones y servicios.

Esta situación se convierte en un problema ya que muchas pymes que funcionan bien y están en condiciones de tomar crédito, quedan fuera de la consideración de los bancos sin siquiera ser sometidas a un análisis. Si los potenciales prestamistas pudieran incorporar la información relevante sobre la pequeña empresa podrían financiarla con condiciones convenientes para ambas partes, llegando a un equilibrio en el que ambos logran beneficiarse. En este caso particular, tanto las Pymes como los prestamistas, podrían llegar una situación más beneficiosa, sin que esto conlleve que la otra parte salga perjudicada, es decir, como se explicó anteriormente, una mejora en términos de eficiencia (Pareto).

Con respecto a los mercados con este tipo de fallas, Hal R. Varian en su manual de microeconomía plantea el siguiente cuestionamiento: “en este mercado parece que los

resultados de equilibrio son ineficientes, pero esa afirmación debe hacerse con cuidado. Lo que hay que preguntarse es ¿ineficiente con respecto a qué? El equilibrio siempre será ineficiente en relación con el equilibrio correspondiente a la información perfecta. Pero eso es de poca ayuda para tomar decisiones: si a las empresas del sector les resulta demasiado costoso recoger más información, probablemente al Estado también le resultará costoso. Lo que debemos preguntarnos, en realidad, es si existe algún tipo de intervención del Estado en el mercado que pueda mejorar la eficiencia aun cuando el Gobierno tenga los mismos problemas de información que las empresas.” (Varian, 2011)

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) surgen como una respuesta institucional a este problema, al intervenir como terceros confiables que reducen la asimetría informativa, monitorean a los prestatarios y asumen parte del riesgo. Analizar cómo funcionan, como atacan a estos problemas y evaluar su desempeño será clave para arribar a una conclusión. Este análisis se desarrollará en las secciones siguientes.

Sociedades De Garantía Recíproca

Las sociedades de garantía recíproca son entidades creadas con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento de las pymes, a través del otorgamiento de avales que mejoran su perfil crediticio. Mediante estas garantías, se busca que las empresas puedan obtener financiamiento en condiciones más favorables (mayores montos, mejores tasas de interés y plazos más extensos), ya sea a través de entidades bancarias o del mercado de capitales.

Su figura jurídica en el país fue creada mediante la Ley n° 24467 de la pequeña y mediana empresa en 1995, en el marco de una serie de leyes dictadas para apoyar al sector MiPyMe, pero comenzaron a tener más relevancia con el correr de los años. Su implantación se intensificó a partir de la década del 2010, donde empezaron a aumentar la cantidad de SGRs, de créditos avalados y de pymes asistidas.

El proceso comienza cuando una MiPyMe que necesita financiamiento, recurre a una SGR (directamente o a través de una sociedad de bolsa), la cual le solicitará balances y otros documentos para evaluar su condición y calificar su condición crediticia y financiera. Si la empresa cumple las condiciones exigidas, la SGR le pedirá contragarantías, ejecutables en caso de que no se cumpla el pago de un compromiso avalado, y le otorgará un aval para solicitar financiamiento. También la SGR asesorará y acompañará a la empresa en su búsqueda de financiamiento.

La SGR además tiene un fondo de riesgo, constituido para funcionar de cobertura de las garantías otorgadas, al cual aportan capitales personas físicas y jurídicas que buscan obtener una rentabilidad sobre su inversión, al tiempo que se benefician de exenciones fiscales, las cuales fueron definidas en la ley de financiamiento pyme, la cual indica que quienes aporten al fondo de riesgo por más de 24 meses, pueden deducir del pago del impuesto a las ganancias el capital invertido. Este fondo funciona para la SGR como un capital que respalda sus avales, y para los inversores, funciona como un capital invertido con un cierto retorno esperado y con el beneficio de una deducción impositiva. Las SGRs tienen establecido un monto máximo para respaldar créditos con sus avales en base al monto constituido en el fondo de riesgo. Este ratio se denomina apalancamiento. Una vez que la MiPyMe obtiene su aval, puede recurrir al mercado o a una entidad financiera a buscar financiamiento.

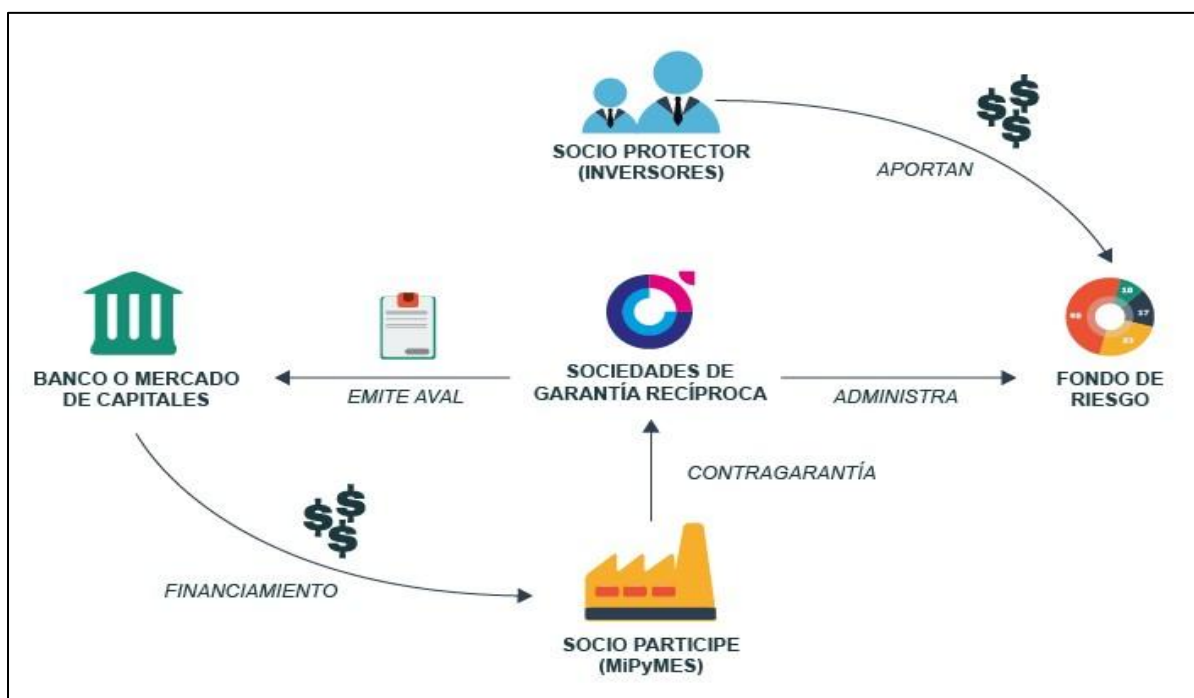
Además, la SGR tiene su capital social, constituido por los aportes de los socios representados por acciones ordinarias. Los otros dos tipos de socios que participan en las SGRs son los socios partícipes, que son las MiPyMes que obtuvieron avales por parte de la sociedad y los socios protectores, quienes aportan al fondo de riesgo.

Esquemáticamente el funcionamiento de este sistema queda estructurado por tres pilares principales: las SGRs que emiten los avales, los socios protectores que constituyen el

fondo de riesgo que cubre estos avales y los socios partícipes que son las empresas que obtienen las garantías para su financiamiento.

Ilustración 1:

Funcionamiento Sistema SGR



Nota: extraída de la página web de Casfog

Las SGRs emiten su aval a la pequeña empresa y esta puede utilizar, según sus necesidades, distintos instrumentos como Cheques de pago diferido, Echeqs, Pagarés y Facturas de crédito electrónicas, comúnmente utilizados para financiamiento a corto y mediano plazo, para capital de trabajo. También pueden utilizar instrumentos para financiamiento de proyectos a mediano y largo plazo como son los Fideicomisos Financieros y las Obligaciones Negociables. Estos instrumentos se ofrecen al mercado y se negocian a través de Sociedades de Bolsa, que también cumplen un rol muy importante en este ecosistema, aportando información, tecnología y transparencia a todo el proceso.

Si la decisión es buscar financiamiento en el mercado, las pymes a través de las sociedades de bolsa y los avales de las SGRs ofertan sus títulos y negocian con los inversores, que pueden ser particulares, bancos o fondos comunes de inversión, una tasa de interés. También pueden optar por solicitar crédito en un banco, siempre que este acepte las garantías de la SGR avalista.

Análisis Económico

Luego de haber presentado los problemas del mercado de créditos en general, y en particular para el segmento Pyme, las fallas del mercado detrás de estos y la finalidad y el funcionamiento de las SGRs, se puede avanzar hacia la elaboración de un análisis más detallado sobre el resultado de la utilización de estas para obtener financiamiento. Este análisis intentará contemplar los efectos que surgen de las relaciones entre los agentes participantes del sistema y los incentivos económicos que se mueven por detrás. La presentación y el análisis de los datos oficiales sobre este sistema deberán respaldar las hipótesis planteadas, de forma de que se pueda arribar a una conclusión.

La hipótesis planteada es que las SGRs son una respuesta institucional eficiente para solucionar los problemas de información, y lo hacen a través de mejoras en los canales de comunicación entre oferentes y demandantes de crédito (Pyme – inversores). Los resultados que produce su implementación demuestran que existe un problema concreto de información y que la SGR es una respuesta eficiente. El período analizado 2019-2024 fue elegido por varios motivos. En primer lugar, porque en los últimos años el sistema de garantías viene creciendo a tasas aceleradas. En segundo lugar, porque este período de tiempo capta años de mayor y menor restricción crediticia, e incluye a la pandemia del Covid-19, una situación extrema que sirve para analizar cómo respondió el sistema en cuestión.

Partimos de la presentación teórica y técnica de la hipótesis planteada, utilizando y relacionando los conceptos explicados anteriormente. Se estructuran los conceptos para explicar que sucede a nivel microeconómico en el mercado de créditos pyme cuando aparecen las fallas de información y como es que la SGR mitiga estos problemas. Se hace hincapié en todos los complejos factores que participan de este proceso. El rol de cada actor del sistema es muy importante, así como las señales que emiten y los incentivos que generan.

Una vez completado este análisis, se buscará respaldarlo de la forma más precisa posible con información de fuentes oficiales, estandarizándola para el período en cuestión.

Análisis Microeconómico

Las Sociedades de Garantía Recíproca actúan como agentes intermediarios en términos de información y riesgo entre los agentes del mercado. Por un lado, las pequeñas empresas tienen la posibilidad de acceder al mercado para solicitar financiamiento gracias a los avales. Por el otro, los agentes con excedentes monetarios dispuestos a dar crédito, tienen la posibilidad de financiar a estas pequeñas empresas. Cuando se concretan estas transacciones, se puede llegar a escenarios en los cuales se benefician múltiples actores de la economía simultáneamente (teniendo en cuenta una situación inicial en la que no participan las SGRs).

Cómo se mencionó anteriormente, las SGRs analizan en profundidad el funcionamiento de las empresas solicitantes de avales, y al estar especializadas en este rubro, lo hacen de una forma más eficiente que otras entidades. Hacen una tarea que muchos bancos no están dispuestos a hacer (porque no les es redituable) y que los inversores particulares no pueden hacer (por falta de información).

La teoría microeconómica indica que los prestatarios de bajo riesgo tienen un incentivo para señalar su riesgo proporcionando a sus prestamistas información relevante (LORIA, 2010). Esta información es la que las pymes presentan a las SGRs y aunque tengan la

voluntad, en la mayoría de los casos no llegan a presentarle directamente a los bancos o a inversores particulares.

Las pymes tienen incentivos a presentarles la mayor cantidad de información posible a las SGRs para obtener buenas calificaciones y conseguir mejores créditos. Las SGRs tienen incentivos a analizar bien esta información, ya que van a dar su aval y responder en caso de incumplimiento. Por este motivo, los prestamistas confían en los avales de las SGR que realizan bien su trabajo (cada SGRs están calificada por una entidad competente según sus operaciones anteriores, nivel de mora, ratio de apalancamiento, etc).

En un escenario sin participación de las SGRs es difícil distinguir los niveles de riesgo de las pequeñas empresas, por lo que las tasas cobradas para todas son altas y tienen mayor incentivo a solicitar créditos las empresas más riesgosas.

Como se mencionó, el sistema de avales puede relacionarse con el sistema de seguros, siendo en este caso de estudio la pyme el asegurado y la SGR el asegurador. Se vió anteriormente que en ese mercado suele aparecer el problema del riesgo moral. El sistema de las SGR está diseñado de tal forma que dicho obstáculo está superado. Esto se da porque ahora el asegurado tiene incentivos a cumplir sus compromisos aunque esté asegurado, porque en caso de incumplimiento tiene contragarantías que pagar y perdería su reputación en el mercado, imposibilitando o encareciendo sus próximos créditos. Sumado a esto, se suman los beneficios de la transparencia y trazabilidad de información que brinda el mercado de capitales. Gracias a esto, en el mercado se negocian estos créditos pyme con información más precisa para ambas partes, y las tasas de financiamiento que consiga cada pyme, dependerá de una negociación entre agentes mejor informados.

En la totalidad del proceso, múltiples señales son enviadas y recibidas por los participantes. La SGR trasmite información al mercado y a la pyme, esta última transmite

información a la SGR y a los inversores a través de esta última. Los inversores (tanto los prestamistas de las pymes, como quienes aportan al fondo de riesgo), transmiten información a todos los actores del mercado. Esta retroalimentación de información es una característica fundamental de los mercados de capitales.

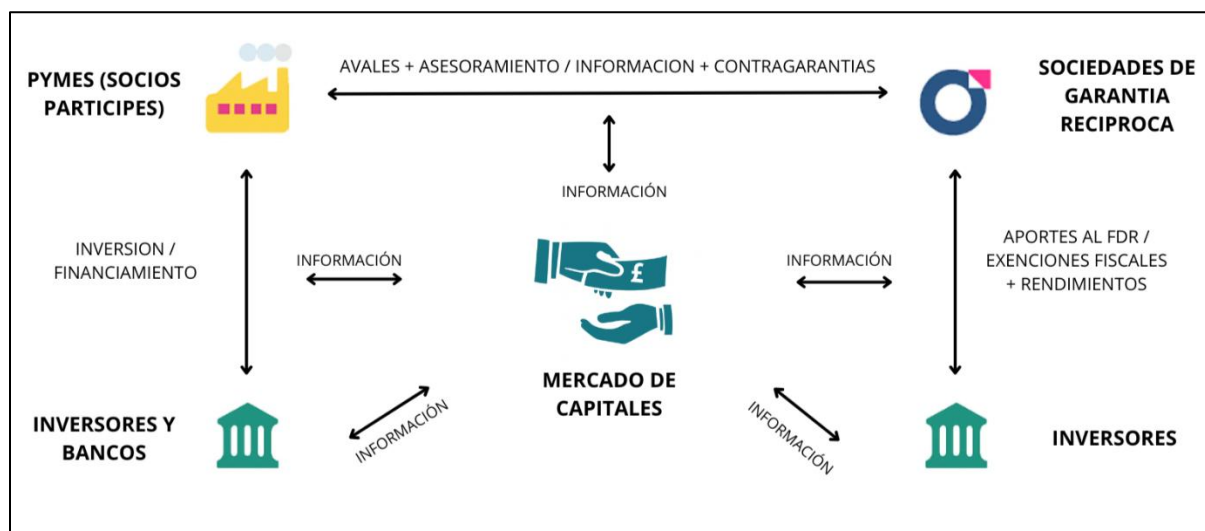
Un tercer factor que actúa como un fuerte incentivo es el fondo de riesgo que solo recibirá aportes si los socios protectores consideran confiable y eficiente a la SGR. Los inversores que buscan colocar fondos en un fondo de riesgo buscarán aquel que tenga mejor relación entre riesgo y rendimiento, y esto depende en gran medida (además de la selección de activos) de la capacidad de la SGR para seleccionar adecuadamente a quien asegurar y a quien no.

De esta forma, los incentivos están alineados y la SGR funciona como un mecanismo de transmisión de información, aspectos claves para reducir los problemas generados por las fallas mencionadas. En este mecanismo de competencia en el mercado, las mejores SGRs van a buscar a las mejores pymes, y va a incentivar a los agentes con excedentes a prestar su dinero a pymes avaladas por las mejores SGRs.

Además de los beneficios de la transmisión de información y la alineación de incentivos, este marco institucional produce una distribución de los riesgos en la que no tiene que asumirlo por completo una sola parte de la transacción. El riesgo crediticio es asumido por la SGR (su fondo de riesgo y sus socios protectores), la propia Pyme a través de las contragarantías y el acreedor, que puede ser el banco o agentes del mercado. Esto presenta una diferencia fundamental con los métodos de financiamiento tradicional, donde un banco tiene que asumir la totalidad del riesgo del crédito.

Ilustración 2:

Intercambios entre agentes del sistema de garantías, Elaboración propia



Nota: elaboración propia.

Evidencia empírica

Los datos de las encuestas realizadas por las principales entidades pyme nos muestran que las pequeñas empresas enfrentan dificultades concretas y persistentes para acceder al financiamiento, tanto por condiciones macroeconómicas adversas como por limitaciones estructurales del sistema financiero.

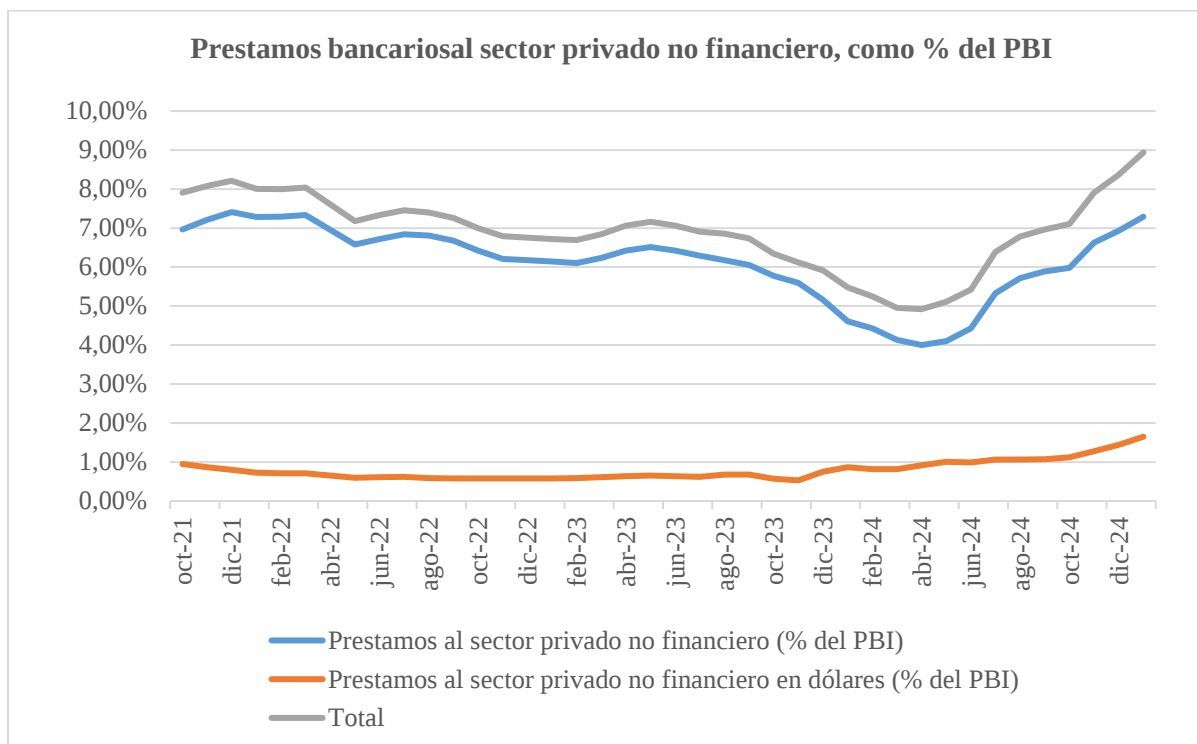
Según la Encuesta realizada por el área de Financiamiento y Competitividad pyme de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) en 2024 llamada “Índice de Competitividad y Acceso al Financiamiento” solo el 21 % de las empresas accedió recientemente a crédito, y casi la mitad señaló que los requisitos eran excesivamente exigentes.

En la misma línea, el Banco Central en una serie de relevamientos e informes realizados en 2023 informó que más del 50 % de las empresas no posee crédito bancario

activo. También en línea con lo planteado en este trabajo, el estudio de la Fundación FIDE (2022), indica que el 62 % de las pymes encuestadas manifestó que el sistema financiero no responde a sus necesidades.

Como se mencionó al principio, hace años que el nivel de crédito con respecto al PBI en nuestro país es bajo. Prácticamente durante los últimos 20 años se mantuvo en valores entre 5% y 13%, sólo con algunos años cercanos al 15%. En el período estudiado (2021-2024) estos valores oscilaron entre 5% y 7%, y el crédito pyme en particular, siempre se mantuvo en valores menores al 1% del PBI, sólo acercándose a este nivel a fines del período.

Gráfico 1.

Préstamos Bancarios como Participación Sobre el PBI

Nota: elaboración propia en base al informe monetario mensual del Banco Central de la República Argentina % PBI 1

Puede observarse del gráfico que en los últimos cuatro años, el crédito al sector privado como porcentaje del producto bruto interno osciló entre 5% y 8%, niveles por debajo del promedio de los países similares de la región. Estos datos respaldan lo descrito en las primeras secciones sobre el bajo nivel de crédito general del sistema financiero.

Los datos también reflejan que crédito destinado a pymes fue una participación pequeña y constante del monto total a lo largo de los años.

Gráfico 2.

Financiamiento pyme acumulado en millones de dólares

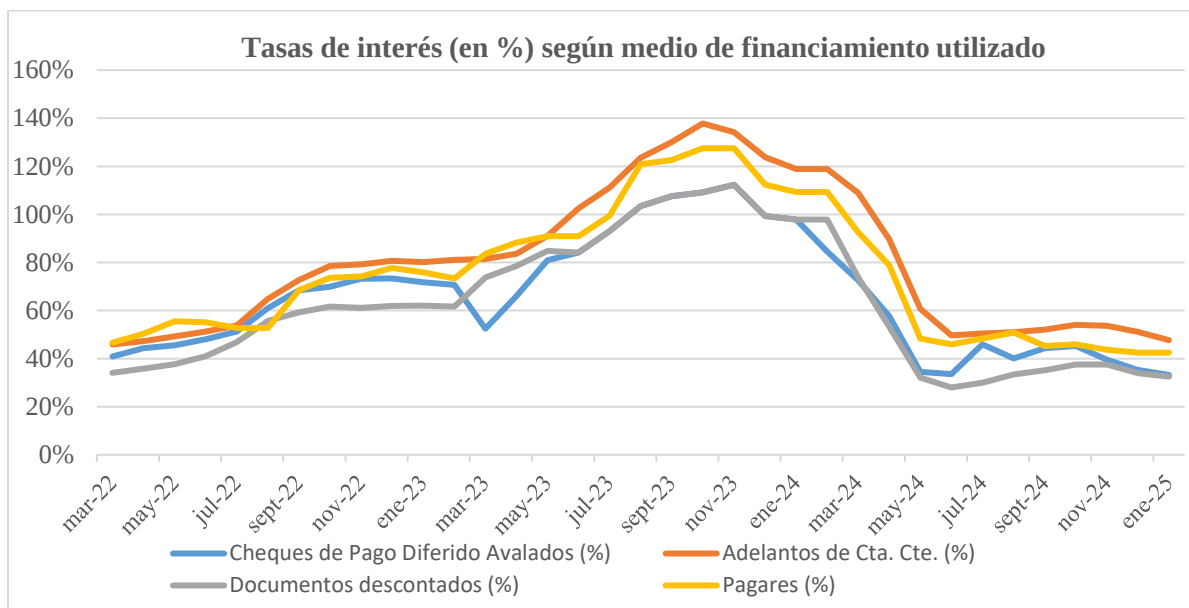


Nota: Elaboración propia en base a Comisión Nacional de Valores.

Con este gráfico puede interpretarse como el financiamiento pyme en el mercado de capitales medido en dólares aumentó constantemente a lo largo del mismo período. Los datos también revelan que la proporción de financiamiento obtenida a través de garantías, se a través de cheques de pago diferido, pagares, facturas de crédito electrónicas, fideicomisos u obligaciones negociables, fue en aumento. A diferencia del financiamiento tradicional, en este período el financiamiento a través de SGRs no sólo que fue sostenidamente en aumento, sino que fue menos afectado por períodos de restricción del crédito.

Gráfico 3.

Tasas de Interés en Tasa Nominal Anual, Según Medio de Financiamiento Utilizado

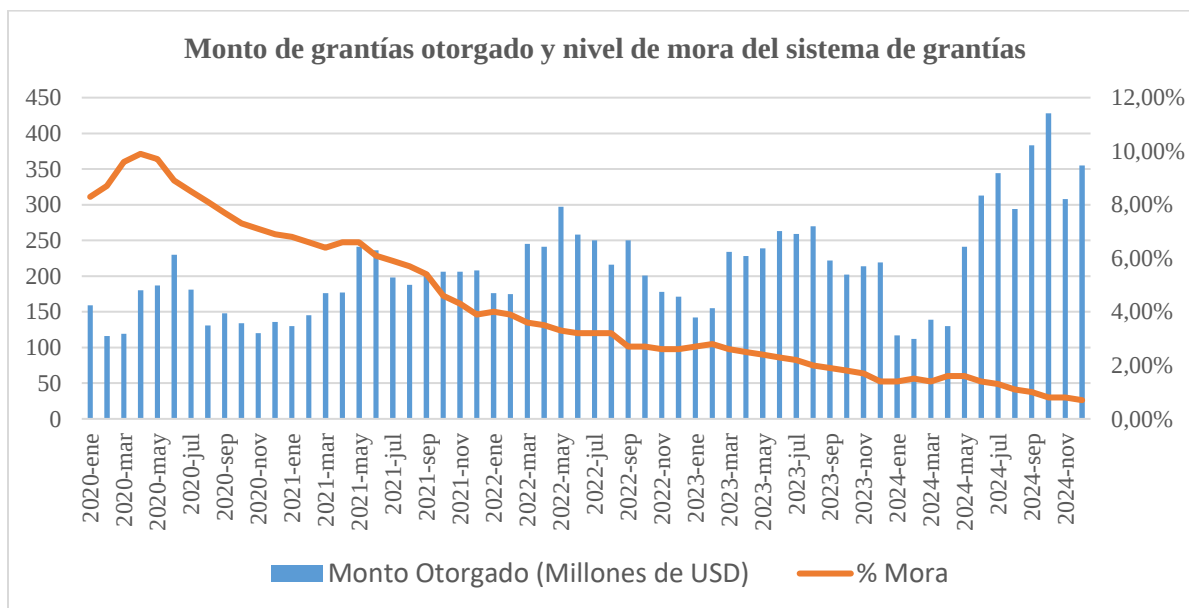


Nota: Elaboración propia en base informe sobre el financiamiento en el mercado de capitales, CNV..

El análisis de los datos del gráfico nos muestra que las tasas a la que se financiaron las Pymes con aval de SGR siempre fueron competitivas en comparación a las demás alternativas. Esto permite interpretar que las Pymes que pudieron acceder a financiamiento gracias a los avales, no tuvieron que hacerlo a través de tasas más caras, sino que estas fueron iguales o incluso menores que las de los otros métodos de financiamiento.

El paso siguiente para evaluar el desempeño del sistema de las SGRs consiste en analizar si los créditos otorgados bajo sus avales presentan un cumplimiento efectivo en sus pagos, esto se puede observar con los niveles de mora del sistema.

Gráfico 4.

Monto de Garantías Otorgado y Porcentaje de Mora del Sistema de Garantías

Nota: elaboración propia en base a los tableros interactivos del sistema SGR, en Argentina.gov.ar

Se puede inferir del comportamiento de esta serie que cada vez más pymes acceden al financiamiento a través de las SGRs, y que el nivel de mora del sistema disminuye a lo largo del tiempo. De esta información se puede interpretar que las empresas que acceden a financiarse en el mercado gracias a los avales de las SGRs, están cumpliendo con sus compromisos de pago.

En síntesis, de estos tres gráficos podemos extraer las siguientes observaciones:

- El crédito bancario como porcentaje del producto hace años no aumenta significativamente.
- El financiamiento pyme en el mercado de capitales, principalmente el avalado, está desarrollando un fuerte crecimiento en los últimos años.

- El costo de financiarse en el mercado con instrumentos avalados es competitivo con respecto a los demás métodos de financiamiento.
- La cantidad de pymes asistidas por el sistema SGR viene en aumento.
- El nivel de mora del sistema, es menor año tras año.

Consideraciones finales

Se ha evidenciado que las pymes en nuestro país enfrentan una serie de restricciones en cuanto al acceso al financiamiento. El nivel de crédito en general está en niveles bajos, y las pequeñas empresas tienen una baja participación sobre el mismo, limitada por obstáculos estructurales, macroeconómicos y microeconómicos.

En este escenario de crédito reducido, las pymes resultan particularmente desfavorecidas. Muchas optan por métodos informales de financiamiento, y las que lo hacen en el sistema financiero, solo acceden a una porción menor del financiamiento total, además de que lo hacen en condiciones poco favorables, con tasas de interés elevadas, plazos cortos y requisitos estrictos. Las principales encuestas sobre financiamiento pyme coinciden en los principales problemas que enfrentan estas empresas a la hora de financiarse, como los requerimientos de garantías muy exigentes, tasas muy elevadas, y requisitos imposibles de cumplir.

Frente a este contexto, el mercado de capitales ha crecido significativamente como canal alternativo para las pequeñas empresas. Particularmente, los instrumentos avalados por Sociedades de Garantía Recíproca han tenido una expansión notable desde año 2017, permitiendo que un número creciente de pymes acceda a financiamiento competitivo. Durante ese período, aumentó el número de empresas asistidas, el volumen de operaciones y la participación del mercado garantizado dentro del total de financiamiento pyme (CNV, 2024).

Este dinamismo no evidencia haberse acompañado por un incremento en los niveles de morosidad. La mora promedio de los créditos avalados por SGR se mantuvo en niveles bajos y estables, incluso en contextos macroeconómicos adversos. Este dato resulta fundamental, ya que evidencia que la mayoría de las empresas financiadas mediante este canal, que en escenarios sin aval probablemente no hubieran accedido a crédito, han honrado sus compromisos.

Siguiendo este análisis, se puede ver que cada vez son más las pymes que se financian en el mercado a través de garantías de SGRs, mientras que las que se financian a través de bancos de la forma tradicional no parecen estar aumentando. También quedó reflejado que las primeras pudieron acceder a financiamiento a tasas iguales, o incluso menores, que las segundas. También vimos que el sistema bancario impone exigencias estrictas y tasas muy altas a las pymes, para cubrirse del riesgo que interpretan que estas tienen.

Aunque cada vez mas pymes accedan a financiamiento en el mercado a tasas competitivas, el nivel de mora del sistema no aumenta, incluso disminuye. Esto revela que los bancos ponen exigencias muy altas para cubrirse de las pymes riesgosas y dejan afuera a muchas que están en condiciones de pagar sus compromisos. Entonces existen empresas solventes que no logran acceder al sistema financiero por las mencionadas fallas de información.

Si no existiera el problema del racionamiento del crédito derivado de los problemas de información, las pymes excluidas del crédito tradicional, serían efectivamente más riesgosas que las grandes empresas, y al aumentar su nivel de financiamiento, a igual tasa que las grandes empresas, debería haber aumentado el nivel de mora del sistema.

Como se explicó a lo largo del trabajo, las SGR al evaluar proyectos, requerir contragarantías, monitorear el desempeño y emitir avales, logran enviar señales creíbles al

mercado financiero. Son estas señales las que facilitan una mejor interacción entre la oferta y la demanda de créditos, relacionando actores del mercado que de otra forma difícilmente se hubieran encontrado. Desde una perspectiva microeconómica, las SGR corrigen fallas de información como la selección adversa y el riesgo moral, mejoran la asignación de recursos y permiten construir equilibrios más eficientes. La evidencia empírica muestra que su accionar permite que muchas pymes logren financiarse en mejores condiciones y a su vez dinamiza el crédito productivo, particularmente en el mercado de capitales.

En suma, las Sociedades de Garantía Recíproca cumplen el rol institucional por el cual fueron implementadas, fomentan la inclusión financiera, promueven una mejor asignación de riesgos y dinamizan el financiamiento pyme, atacando directamente a las fallas de información y alineando los incentivos económicos necesarios para ello. Su consolidación y fortalecimiento deben considerarse una estrategia clave de política pública a futuro orientada a potenciar el desarrollo productivo.

Referencias

- Akelrof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*.
- Allami, C., & Cibils, A. (2010). *El acceso al financiamiento bancario: las PYMEs en la posconvertibilidad*. Asociación Argentina de Historia Económica.
- BCRA - Banco Central de la Republica Argentina . (2022). *Informe de Inclusión Financiera*. Retrieved from <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/informe-inclusion-financiera-012022.asp>
- BCRA. (2023). *INFORME DE INCLUSION FINANCIERA*. Retrieved from <https://www2.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/informe-inclusion-financiera-022023.asp>
- CAME. (2023). *Relevamiento IMAF sobre medición del acceso al financiamiento de Pymes y Emprendedores*. Retrieved from <https://w.redcame.org.ar/novedades/13133/resultado-relevamiento-imaf-2023-sobre-medicion-del-acceso-al-financiamiento-de-pymes-y-emprendedores>
- CAME. (2024). *Encuesta ICAF sobre acceso al financiamiento pyme*. Retrieved from <https://www.redcame.org.ar/novedades/13665/encuesta-icaf-2024-resultados-y-acciones-futuras>
- CEVEC. (2023). *Principales Puntos del Informe sobre PyMEs en Argentina*. Retrieved from <https://cevec.org.ar/principales-puntos-del-informe-sobre-pymes-en-argentina-diciembre-2023/>
- ECONOMY, T. G. (n.d.). Retrieved from https://www.theglobaleconomy.com/rankings/Bank_credit_to_the_private_sector/

FOGABA. (n.d.). *Memoria y Estados Contables 2023 – FOGABA (UTNREF)*. Retrieved from

<https://fogaba.com.ar/fogaba-en-cifras/>

Kosacoff, & Ramos. (1997). Consideraciones económicas sobre la política industrial. *Cepal*.

LORIA, M. P. (2010). *MICROECONOMIA VERSION PARA LATINOAMERICA*. PEARSON.

SEPYME. (2022). *Informe sobre el sistema de Sociedades de Garantía Recíproca*. Retrieved from

https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_sgr_12-2022_1.pdf

SEPyME, S. d. (2023). *Estadísticas de Pymes argentinas*. Obtenido de

<https://www.argentina.gob.ar/economia/pymes-emprendedores-y-economia-del-conocimiento/estadisticas>

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *Joseph E.*

Stiglitz y Andrew Weiss.

U.N.Q UNIVERSIDAD NACIONAL DE QUILMES. (n.d.). Retrieved from

<http://plataformapyme.web.unq.edu.ar/financiamiento-de-las-pymes-en-el-mercado-de-capitales/#:~:text=Muchas%20de%20las%20PyMEs%20se,de%20capitales%20para%20obtener%20financiamiento.>

Varian, H. H. (2011). *Microeconomía intermedia, 8va Edición*. Antoni Bosch Editor, S.A.

Weiss, J. E. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic*

Review.