

Nota Técnica N° 3

Costos Macroeconómicos del Default del Sector Privado

Julio 2004

Proyecto de Asistencia al Honorable Congreso de la
Nación en Temas Financieros

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

1.Introducción

1.1 La presente Nota Técnica N° 3 es la primera de tres notas que abordan temas relacionados a la Resolución de la Deuda del Sector Privado y están basadas en una serie de mesas redondas coordinadas por el CEF en el transcurso de los meses de abril de 2003 y mayo de 2004 que contaron con la participación de reconocidos profesionales independientes, expertos con variadas perspectivas incluyendo deudores, acreedores locales e internacionales, y reguladores. A su vez, el tópico ha sido tratado en la reunión correspondiente al día 10/06/04 de la que participaron Legisladores Nacionales, junto a sus asesores, miembros de comisiones parlamentarias relativas a asuntos financieros y económicos.

1.2. La serie de tres Notas Técnicas provee elementos técnicos para el análisis del proceso de resolución de deuda del sector privado, considerando particularmente la presencia de obstáculos que afectan el proceso de resolución, la cuantificación del costo en términos de inversión, empleo y crecimiento económico, los mecanismos que pueden agilizar la formalización de acuerdos privados, considerando el resguardo del interés del fisco nacional, como así también las medidas regulatorias tendientes a la recuperación de la inversión y el crédito. La serie de notas está organizada de la siguiente manera, en la Nota I se esgrime la motivación del tema y se detalla el impacto sobre el empleo, la inversión, y el producto. En la Nota II se presenta el estado de situación de la deuda analizada y se examinan las restricciones al avance en el proceso de reestructuración de la deuda del sector privado. En la Nota III se detallan antecedentes relevantes de otros países en la materia, y se hacen recomendaciones y propuestas.

2. Resolución de la Deuda del Sector Privado: Motivación del Tema.

2.1. La crisis económica de 2001-2002 afectó la capacidad de repago de los compromisos financieros asumidos por un número importante de empresas argentinas. Pasados más de 2 años desde el inicio de la crisis, el proceso de resolución del default ha avanzado en forma lenta si se considera que aproximadamente el 45% de la deuda privada de empresas se encuentra actualmente en situación irregular, sin que se hayan registrado ajustes de fondo en el marco legal, impositivo y contable que permitan mayor agilidad. A diferencia de otros países, tampoco hubo facilitación del proceso a nivel oficial o de terceros siendo el mecanismo de resolución más utilizado el APE¹.

2.2. La consecuencia más directa de esta falta de definición es un menor nivel de inversión, con un comportamiento variado entre empresas dependiendo del sector productivo en el que operen. En la medida que la crisis abarca a una porción significativa del sector empresario, estas condiciones negativas se traducen en un obstáculo para el crecimiento sostenible de la producción y el empleo nacional –y por tanto, para la pobreza y el equilibrio fiscal–, tanto en el corto como mediano plazo. El trabajo del CEF² ha enfatizado la necesidad de avanzar hacia la conclusión de las negociaciones entre acreedores y deudores de manera de minimizar la destrucción de valor que conlleva el aplazamiento del problema.

¹ Involucrando al 40% del monto total de deuda en proceso de resolución.

² El CEF organizó una serie de Mesas Redondas durante el año 2003, en las que participaron activamente representantes del sector empresario y financiero, el gobierno, legisladores, reguladores del sistema financiero y expertos privados. Los resultados de esas mesas se volcaron en una Nota de Política sobre Resolución de Deuda de Empresas, la misma esta disponible en la página web del CEF, www.cefargentina.org.

2.3. Teniendo en consideración las condiciones económicas generales y del sector en que opera, la actividad de una empresa en default se ve negativamente afectada. El incumplimiento de las obligaciones interrumpe el acceso al crédito, incluyendo a nuevo financiamiento para capital de trabajo e inversiones de más largo plazo, limitando el potencial de crecimiento de la empresa. En particular, empresas que requieran inversiones de envergadura³ o empresas que tengan una alta dependencia financiera, definidas como aquellas que no puedan financiar sus activos no corrientes con los flujos netos de ingresos de su actividad, enfrentarán dificultades para llevar adelante proyectos de inversión rentables. También, la incertidumbre acerca de la resolución final del proceso de negociación conspira contra la realización de inversiones que presenten algún grado de irreversibilidad.

2.4. La irregularidad de la situación financiera puede derivar en cambios de control accionario y/o de gerenciamiento con la consecuente interrupción de la estrategia de negocios y el posible retraso de la inversión. Aún sin cambios de control accionario o gerenciamiento, la situación tiende a consumir una porción excesiva del tiempo y el esfuerzo de los directivos, en detrimento del manejo operativo normal de la compañía y de su planificación comercial y estratégica. La incertidumbre sobre el futuro de la empresa crea una focalización desmesurada en el corto plazo. Los clientes y proveedores pueden alejarse de la empresa por temor a que la endeble situación se refleje en menores estándares de calidad, un servicio deficiente o el incumplimiento de los compromisos asumidos. Además, el retraso en las negociaciones puede derivar en modificaciones en la composición de los acreedores hacia grupos previsiblemente más riesgosos que pueden dificultar una salida ordenada a la situación de la empresa. Por último, la evidencia indica que los rezagos en la solución del problema de la deuda disminuye el valor de la empresa.

2.5. Es necesario destacar que las consecuencias del default privado no se limitan a las empresas en problemas sino que se extiende al resto del sector empresarial, al retraer la oferta de operaciones de crédito ante la desconfianza que provoca en los potenciales financiadores la incertidumbre acerca de la recuperación futura de sus acreencias. Es necesario recuperar la confianza en el sistema para lograr el financiamiento que pueda potenciar los requerimientos crecientes de inversión.

2.6. La medición de los costos asociados con la falta de la resolución de la deuda muestran que las pérdidas por desinversión de parte de las empresas genera una caída de la tasa de crecimiento del producto de entre 1.5 y 2.1 puntos porcentuales mientras que el efecto sobre el empleo se ubica entre 77,000 y 110,000 puestos de trabajo por año que en promedio representan 3.4% de la población desocupada. Esta estimación pone en evidencia la importancia que la resolución de la deuda de estas empresas, un problema netamente privado, representa para la economía en su conjunto. Por esta razón, es importante promover condiciones macroeconómicas propicias, remover barreras legales y normativas así como asegurar que el marco regulatorio genere los incentivos que propicien una rápida solución al problema con la menor pérdida de valor posible y el menor efecto sobre la economía en su conjunto.

2.7. La información disponible muestra que el proceso de resolución de la deuda de las empresas, aún con avances, dista de haberse concluido, siendo en muchos casos las barreras legales y tributarias las que más restricciones imponen al proceso. El mecanismo legal más utilizado por las empresas es el APE. Si bien el mecanismo de acuerdo privado entre las partes con posterior homologación en sede judicial ha demostrado ser un instrumento ágil y eficiente para avanzar con los procesos legales de reestructuración de deuda, todavía se verifican algunos obstáculos cuya remoción

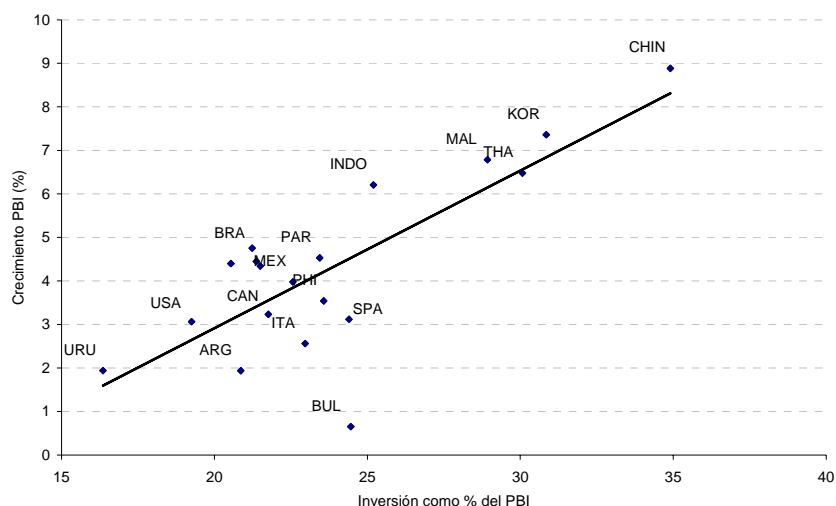
³ Fundamentalmente inversiones que requieren ser llevadas a cabo de una sola vez, es decir, indivisibles.

son necesarios para perfeccionar este instituto legal. Así por ejemplo existe incertidumbre sobre los costos generados por la aplicación de la tasa de justicia, el tratamiento legal de las ofertas públicas de canje de títulos en el caso de las Obligaciones Negociables emitidas y las intervenciones de la AFIP en resguardo del fisco nacional presentando objeciones a los pedidos de homologación presentados por los deudores por los eventuales créditos quirografarios del fisco (ej. multas e intereses), etc. Este último aspecto es quizá uno de los más claros ejemplos de la falta de coordinación entre el sector público y el privado para avanzar en soluciones rápidas y eficientes. En efecto, es conveniente considerar alternativas de resolución del conflicto que permitan destrabar la homologación de los acuerdos, resguardando el interés del fisco nacional no sólo en la deuda bajo tratamiento sino también considerando los ingresos tributarios futuros. Especialmente, teniendo en cuenta el efecto que la falta de resolución genera en la empresa en particular y en la economía en general.

3. El impacto sobre la inversión, el producto y el empleo

3.1. El incremento del stock de capital a través de la inversión aumenta la capacidad productiva futura de la economía y tiene efectos directos sobre la productividad y el crecimiento económico⁴. Tomando como referencia un período de treinta años el Gráfico N°1 muestra la relación positiva que existe entre el nivel de inversión de una economía y el crecimiento de su Producto Bruto Interno. Así, se observa que los países asiáticos han tenido niveles de inversión superiores al 30% del PBI redundando en altas tasas de crecimiento promedio. En contraste países como Uruguay y Argentina han mantenido niveles de inversión significativamente menores lo que se reflejó en bajas tasas de crecimiento.

Gráfico N°1: Inversión y Crecimiento del PBI (promedio 1970-2001)

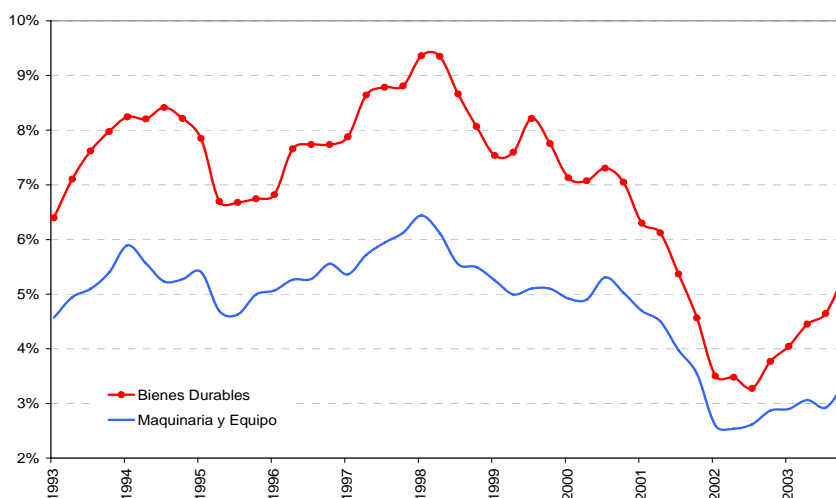


3.2. La inversión es uno de los componentes principales de la demanda agregada, aunque también uno de los más volátiles. La volatilidad surge del hecho que la incertidumbre y las expectativas influyen en el nivel de inversión, en muchos casos potenciados por características de irreversibilidad, indivisibilidad y escala. Estas

⁴ Esta relación es más robusta y significativa desde el punto de vista económico cuando se trata de inversión en maquinarias y equipos [De Long, Summers; How strongly do developing countries benefits from equipment investment (1991)].

características se evidenciaron en el marco de la reciente crisis económica, que no sólo generó una fuerte caída del nivel de producto y una caída de la utilización de la capacidad instalada⁵ sino que también tuvo un significativo impacto sobre el nivel de inversión interna fija. En el gráfico N°2 se puede observar que si bien la inversión en bienes durables y en maquinaria y equipo (en relación al PBI) para el año 2003 muestra un cambio de tendencia respecto del bienio 2001-2002, no obstante, el nivel alcanzado, 15.6% del PBI logra cubrir levemente la depreciación del stock de capital existente en la economía⁶, y se ubica un 28% por debajo de los niveles promedio de inversión bruta interna fija de los períodos pre-crisis⁷. La recuperación aún no es suficiente para alcanzar los niveles promedio de la década pasada.

Gráfico N°2: Componentes de la Inversión como % del PBI (desestacionalizado)



3.3. Los estudios de comportamiento de la inversión en la Argentina⁸, muestran como determinantes principales de la misma en el largo plazo a las perspectivas de crecimiento económico, los beneficios esperados (tipo de cambio real, apertura de la economía) y la disponibilidad de financiamiento doméstico para la inversión (crédito interno, deuda externa). La reciente crisis económica generó cambios significativos en las variables antes mencionadas produciendo una disminución del nivel de inversión interna fija. La depreciación del tipo de cambio real⁹ generó un proceso de sustitución de importaciones y un efecto positivo sobre el crecimiento esperado de los sectores transables, no obstante, la crisis financiera y de la deuda generaron dificultades para el financiamiento de la inversión aún en estos sectores más dinámicos.

3.4. Durante el año 2003 se registró un cambio de tendencia importante en las variables macroeconómicas. Movilizado por el sector externo y los nuevos términos de intercambio el PBI pasó de una caída del - 16% entre el primer trimestre del 2002 comparado con igual trimestre del 2001, a variaciones positivas a partir del año 2003¹⁰. La recuperación económica permitió mejorar la relación capital producto, que

⁵ El promedio para el año 2001 fue de 36%, en 2002 cae al 32% y luego comienza a aumentar tomando un valor de 48% para 2003 hasta alcanzar el 58% en lo que va del corriente año.

⁶ Suponiendo un nivel de depreciación del orden del 9-10% del PBI.

⁷ La Inversión Bruta Interna Fija promedio de la década anterior fue de 19.4% del PBI.

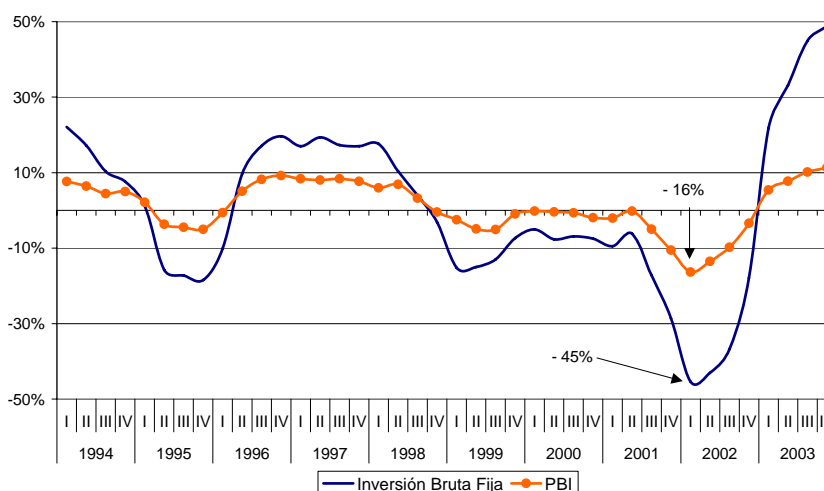
⁸ "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina" (Ricardo Bebczuck, José Fanelli y Juan Pradelli - 2002) y "Short and Long Run Determinants of the Private Investment in Argentina" (Pablo Acosta y Andres Loza - 2003).

⁹ El tipo de cambio multilateral se depreció un 51% comparando el promedio 2002-2003 respecto al promedio 1993-2001.

¹⁰ Comparando con el año 2002 de mayor impacto de la crisis.

durante el año 2002 se ubicó en un nivel sensiblemente mayor que el promedio de la década anterior¹¹, a partir de un crecimiento de los niveles de producción con un stock de capital que mostró signos de recuperación.

Gráfico N°3: PBI e Inversión. Variación Interanual



3.5. En efecto durante el año 2003 se observa una recuperación de la inversión agregada, luego de alcanzar un nivel de variación de – 45% durante el primer trimestre del 2002 comparado con igual trimestre del 2001, la inversión bruta interna fija registró un cambio de tendencia ubicándose en el año 2003 con tasas de variación respecto de igual trimestre del año anterior cercanas al 50%. Es necesario recuperar los niveles de inversión agregada que permitan sostener la recuperación del producto. Tal recuperación requiere de la consolidación de la estabilidad económica, la normalización del sistema financiero y la resolución de la problemática de la deuda, tanto pública como privada.

3.6. La evidencia internacional proveniente de países que atravesaron crisis en las últimas décadas (Ver Nota III), muestra que la inversión y la disponibilidad de financiamiento se ven afectadas durante las mismas. En general las crisis se caracterizan por una fuerte caída del producto y de la inversión, con una recuperación posterior liderada por los sectores transables, consecuencia de la mejora en el tipo de cambio real.

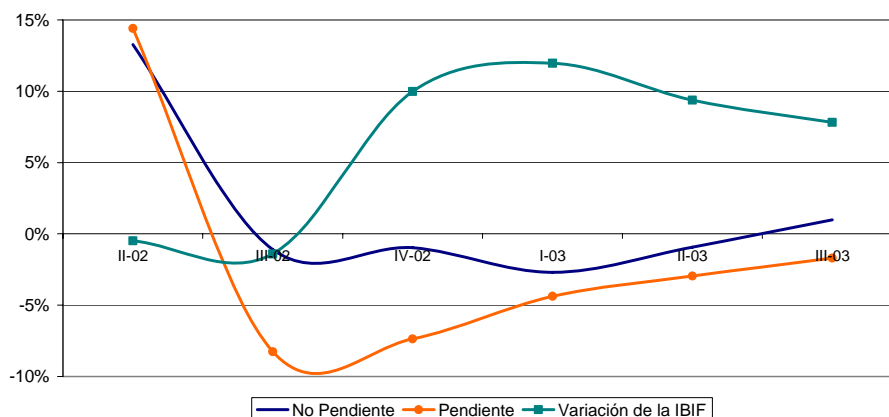
3.7. Las variables financieras muestran mayor persistencia que las variables reales, el crecimiento del crédito se mantiene en promedio deprimido por, al menos dos o tres años posteriores a la crisis. Respecto del nivel de crédito al sector privado se observa una contracción persistente del stock de crédito con una caída en la participación del PBI que se consolida pasados 10 trimestres de la crisis inicial. Este comportamiento es coincidente con los casos de México, Rusia e Indonesia donde la crisis cambiaria tuvo un correlato financiero sistémico que afectó fuertemente el sector bancario. Por el contrario, en los casos Malasia y Turquía el nivel de crédito al sector privado se mantuvo constante e incluso hubo alguna recuperación del flujo de crédito.

3.8. El aumento en los niveles de inversión se ve condicionado por la presencia de empresas que se encuentran en proceso de resolución de deuda privada. La

¹¹ De acuerdo a estimaciones de la CEPAL, la relación capital producto se ubicó en 2.89 en 2002 comparado con un promedio de 2.22 en el período 1993-1998. La inversión neta para el año 2002 se ubico en –3.5% del PBI.

incertidumbre del proceso de resolución y las dificultades para el acceso a financiamiento adicional, generan un menor nivel de inversión en las empresas afectadas. Puede observarse en el Gráfico N°5 la caída en la tasa de inversión en una muestra de estas empresas¹², comparada con la variación de la Inversión Bruta Interna Fija. Se observa además, que la tasa de variación de la inversión es sensiblemente menor para aquellas empresas que tienen pendiente la resolución del default.

Gráfico N°4: Tasa de variación trimestral de la Inversión



3.9. La falta de resolución de la deuda privada afecta el nivel de inversión de las empresas involucradas. Las empresas con dificultades para cumplir con sus compromisos no sólo enfrentan inconvenientes para financiar su capital de trabajo sino también para realizar las inversiones de largo plazo necesarias para fortalecer su posición de negocio. Aún cuando la mejora en la situación económica permitió a muchas de las empresas en default la recuperación de sus ventas y la posibilidad de financiar sus operaciones corrientes con fondos propios¹³, las inversiones requeridas para el largo plazo se ven afectadas en un contexto de incumplimiento de las obligaciones contractuales.

3.10. Las inversiones en activos no corrientes pueden presentar diversas características entre las que se encuentran, la indivisibilidad, la dependencia financiera y la irreversibilidad. En muchos casos, la escala necesaria para llevar adelante este tipo de inversiones requiere un financiamiento que excede la posibilidad de afectación de fondos propios por parte de las empresas. Lógicamente, este tipo de inversiones indivisibles se ven afectadas cuando la empresa incurre en incumplimiento de sus obligaciones.

3.11. En otros casos surgen inconvenientes a causa de la presencia de dependencia financiera, cuando los flujos de caja no alcanzan a cubrir las necesidades de aplicación de tales fondos para la acumulación de activos no corrientes. En condiciones de dificultades de acceso al financiamiento las empresas que operan en sectores que presentan dependencia financiera ven afectadas sus perspectivas en el mediano y/o largo plazo. Por otro lado, en ciertos casos la decisión de inversión presenta rasgos de irreversibilidad. Esta irreversibilidad puede llevar a posponer

¹² La muestra involucra a 67 empresas no financieras de oferta pública.

¹³ Fundamentalmente en el caso de empresas con ventas en mercados externos que se vieron favorecidas por la depreciación del tipo de cambio.

inversiones rentables si se considera que la espera genera un beneficio en términos de disminución de la incertidumbre que rodea a la misma. Los procesos de negociación de deuda pueden generar la postergación de inversiones que en otras condiciones se llevarían a cabo.

3.12. El efecto del default y la situación de dificultades financieras de las firmas puede generar cambios de control accionario y de gerenciamiento en las empresas. Estos cambios generan perjuicios en el corto plazo, no sólo para los accionistas que deben resignar su participación accionaria y/o de gerencia, los consecuentes costos legales y administrativos sino también desde las perspectivas de negocio de la empresa. Los procesos de reorganización que surgen a partir de las modificaciones en el control societario insumen tiempo de gerenciamiento que puede reflejarse en retrasos en las decisiones de inversión por cambios en la orientación de los negocios. Otros costos indirectos pueden incluir pérdidas de ventas, menores beneficios, pérdida de reputación, clientes y proveedores. Adicionalmente, en la medida que el proceso de negociación con los acreedores se extiende en el tiempo pueden surgir problemas de sub-inversión. En casos en que la empresa tenga proyectos de inversión con valor presente positivo, los accionistas no tendrán incentivos a llevar adelante estos proyectos hasta tanto no se haya acordado con los acreedores, ya que los beneficios del proyecto podrían terminar en manos de los mismos. La inversión sólo se llevará a cabo una vez que se haya eliminado la incertidumbre y se haya alcanzado un acuerdo de reestructuración de la deuda con los acreedores.

3.13. Es necesario considerar el efecto que el retraso en la resolución de la deuda genera sobre la composición de los acreedores, tal modificación representa un problema potencial que no puede ser soslayado al momento de analizar la evolución futura del problema de resolución de deuda corporativa. Las modificaciones en la composición de los acreedores genera dificultades para la conformación de ruedas de negociación estables, dificultando el diálogo y por ende las perspectivas de posibles acuerdos. Adicionalmente, en general debe esperarse una selección adversa de acreedores, ya que los inversores originales (que ingresaron a financiar los negocios de la empresa en situación normal) son reemplazados por inversores de alto riesgo que acceden a adquirir deuda de una empresa en default. Esto genera un problema adicional dado que por su naturaleza de riesgo, estos acreedores, pueden ser más agresivos para negociar.

3.14. La presencia de empresas que han incurrido en default o con dificultades financieras genera también un efecto indirecto sobre la disponibilidad de financiamiento en la economía a partir de las implicancias para con los derechos de propiedad de los acreedores. La falta de mecanismos ágiles para la resolución de situaciones de default ocasiona costos en términos de la posibilidad de acceso al financiamiento futuro no sólo para la empresa en dificultades sino también para el resto de la economía.

3.15. Para las empresas de la muestra el período de crisis económica coincide con una caída en la acumulación de activos no corrientes. El estudio de los determinantes de la tasa de acumulación en este tipo de activos permite discernir comportamientos significativamente disímiles entre empresas. Debe considerarse que se trata de un período caracterizado por aumento de la incertidumbre, cambio en las expectativas, modificación del tipo de cambio, crisis de la deuda externa y caída del financiamiento, variables que mencionamos como determinantes de la inversión agregada en el largo plazo. No obstante, en el caso de las empresas que entraron en default y en las empresas con propuesta de resolución pendiente, es donde la caída de la inversión se hace más notoria. Una correcta evaluación de la brecha originada en la acumulación de activos no corrientes debido a la situación de no resolución de la deuda requiere

ser analizada mediante técnicas que permitan aislar de forma correcta los factores explicativos de la menor inversión relativa¹⁴.

3.16. En el estudio se diferenció el comportamiento de las empresas según categorías de acuerdo a su situación de deuda¹⁵. La estimación realizada permitió discernir las diferencias en el nivel de inversión realizado por las empresas que entraron o no en default. También se comparó la situación de las empresas que habiendo entrado en default resolvieron su situación respecto de las que aún se mantienen sin solucionar la misma. A partir de la determinación del nivel de inversión para cada una de las situaciones se estimó el efecto que la falta de inversión genera en la tasa de crecimiento del PBI y en el nivel de empleo.

3.17. Los resultados obtenidos muestran que la inversión de las empresas con problemas de deuda se ha reducido, exclusivamente por tal problema y dejando de lado otros factores que influyen sobre esta variable¹⁶, entre el 12 % y el 13 % por año, según se trate de una empresa en default o una empresa en default y sin resolución de la deuda. Estas cifras cobran relevancia si se considera que el análisis realizado se basa en una muestra de empresas que representan un porcentaje considerable de la inversión bruta fija¹⁷ y de las ventas totales en el país.

3.18. Es posible, a partir de una extrapolación, cuantificar los efectos macroeconómicos del proceso de resolución de deuda privada. La extrapolación tiene por objetivo estimar el efecto sobre el nivel de crecimiento económico originado por la disminución en la tasa de acumulación de capital de la economía como consecuencia de la falta de resolución de la deuda de estas empresas. A este respecto, los resultados indican que el default ha provocado una reducción de la tasa de crecimiento anual del PBI de entre el 1.3 y 1.9 puntos porcentuales, mientras que la combinación del default con la falta de resolución sería responsable de una caída de entre 1.5 y 2.1 puntos porcentuales anuales.

3.19. El efecto de la reducción en la tasa de crecimiento del producto sobre el nivel de empleo puede estimarse utilizando la elasticidad empleo producto. Considerando la elasticidad empleo producto de largo plazo, la falta de resolución genera un efecto estimado sobre el empleo de entre 77.000 y 110.000 puestos de trabajo efectivos por año. Estos puestos de trabajo que no se materializan a causa de la caída de la inversión y del efecto de la misma sobre la tasa de crecimiento del producto implican en promedio un 3.4% de la población desocupada o puesto en otros términos, entre un 9% y un 12% de los nuevos empleos generados en el año 2003. Por lo tanto, el efecto de la falta de resolución del problema de la deuda genera un impacto directo reflejado en la caída de la inversión de estas empresas, una menor acumulación de capital en la economía y un menor crecimiento del producto con la consecuente pérdida en términos de empleos y recaudación impositiva.

¹⁴ En la Nota de Política sobre Resolución de Deuda en su Anexo 2 (www.cefargentina.org) se muestra en detalle el desarrollo de la técnica econométrica utilizada para estimar los determinantes del comportamiento de la inversión en la muestra.

¹⁵ Para la muestra de empresas analizadas no se obtuvieron resultados robustos en términos de orientación al mercado externo y/o doméstico.

¹⁶ A través de la regresión econométrica se pueden controlar los efectos de cambios en las variables explicativas sobre la explicada, de esta forma se puede aislar el impacto directo de las variables significativas.

¹⁷ El nivel de inversión de las 50 empresas más importantes incluidas en la Encuesta Nacional a Grandes Empresas relevada por el INDEC constituye el 18.5% del nivel de inversión bruta interna fija en el año 2001. Si bien por secreto estadístico no es posible comparar esas empresas con las incluidas en nuestra muestra, por tratarse de 67 empresas de oferta pública, incluyendo a empresas de servicios públicos, se asume un nivel de participación de entre el 10% y el 15% de la inversión bruta interna fija.

Serie de Notas Técnicas del Proyecto de Asistencia al Poder Legislativo Nacional

1. Nota Técnica N° 1, “El Contexto Financiero Internacional”, Abril 2004.
2. Nota Técnica N° 2, “Consolidación de la Supervisión de Servicios Financieros: Experiencias Internacionales”, Junio 2004
3. Nota Técnica N° 3, “Costos Macroeconómicos del Default del Sector Privado”, Julio 2004
4. Nota Técnica N° 4, “Evolución de la Resolución de la Deuda del Sector Privado”, Julio 2004
5. Nota Técnica N° 5, “Resolución de la Deuda del Sector Privado: Experiencias Internacionales y Propuestas” , Julio 2004