

Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada

*Agustina María Ranieri**

Resumen

Las decisiones recientes de la justicia estadounidense en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina” volvieron a poner la deuda soberana en el centro del debate internacional. Existe un consenso académico e institucional sobre la importancia de resolver las dificultades que enfrentan los Estados en un escenario de reestructuración de su deuda externa; sin embargo, la solución definitiva aún está pendiente. El objetivo de este trabajo es explicar, mediante las herramientas del análisis económico del derecho, cuáles son los problemas actuales de la deuda soberana y cómo se dieron en la experiencia argentina reciente. Después de abordar los problemas desde un enfoque teórico y práctico, se analizan las dos principales alternativas sugeridas desde el derecho para resolverlos: la “solución contractual” o de mercado, a través del uso difundido y universal de las cláusulas de acción colectiva, y la “solución regulatoria”, mediante la implementación de un tratado internacional que regule los procesos de reestructuración. El trabajo concluye que la segunda herramienta está en mejores condiciones de dar una respuesta integral y comprensiva para lograr reestructuraciones de deuda soberana ordenadas y predecibles.

Palabras clave: deuda soberana, deuda externa, reestructuración de deuda, análisis económico del derecho.

* Abogada (UBA), Master en Análisis Económico del Derecho (Universidad Complutense de Madrid - Instituto Universitario de Investigación Ortega y Gasset), Docente de Sociología del Derecho (Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires); agustinaranieri@derecho.uba.ar.

Sovereign Debt: Problems and Solutions at the Crossroads

Abstract

Recent decisions of the U.S. courts *in re*: “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina” put sovereign debt at the center of the international debate once again. There is an academic and institutional consensus regarding the relevance of solving the problems faced by countries within a debt restructuring scenario. However, the definitive solution is still pending. The purpose of this paper is to explain the current problems of sovereign debt and how they developed in the recent Argentine experience from an economic analysis of law perspective. After considering such concerns under a theoretical and practical approach, the analysis focuses on the two main alternatives suggested to solve them from the legal standpoint: the free market or “contractual solution”, by means of the widespread and universal use of collective action clauses, and the “regulatory solution”, through the implementation of an international convention which regulates the restructuring process. The paper concludes that the second tool is in better conditions to provide a comprehensive solution to achieve the goal of having orderly and predictable sovereign debt restructurings.

Keywords: sovereign debt, external debt, debt restructuring, economic analysis of law.

I. Introducción. Un debate recurrente en un nuevo escenario

El debate que gira en torno a la necesidad de solucionar los problemas de la reestructuración de la deuda soberana no es nuevo. Desde fines de la década de 1970 hasta el presente la discusión se reedita cada vez con más fuerza, como consecuencia de la evolución de la relación entre los Estados y sus acreedores. Esta relación ha ido mutando a través de los años y continúa en plena transformación hasta el presente. El resultado del devenir está a la vista: las reestructuraciones de deuda soberana no son ordenadas ni predecibles, y su característica más notoria es su alta vulnerabilidad al fracaso.

Esta preocupación de trascendencia internacional se cristalizó recientemente mediante la resolución aprobada por la Asamblea General de la Organización de Naciones Unidas en el mes de septiembre de 2014. Allí se decidió elaborar y aprobar, mediante negociaciones intergubernamentales, un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de deuda soberana con el objetivo de “aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible”.¹ No es casual que esta resolución de la ONU haya sido emitida apenas tres meses después de que una decisión judicial dictada en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina” –iniciado por acreedores que no aceptaron ninguna de las reestructuraciones llevadas a cabo por la República Argentina en 2005 y 2010– implicara, en la práctica, el bloqueo de algunos pagos destinados a los acreedores que sí las aceptaron.

En los hechos, hasta el presente, la litigación *holdout*² no había logrado tener un impacto negativo directo en el normal cumplimiento de los pagos debidos por un Estado bajo su deuda reestructurada. En la experiencia previa al caso argentino, las decisiones de la justicia extranjera no habían afectado la relación entre el deudor soberano frente a sus acreedores reestructurados, que seguía un camino separado al de la relación Estado-acreedores litigantes o *holdouts*. Como fiel reflejo de los hechos, en la literatura reciente sobre deuda soberana se observa un escepticismo³ acerca de la relevancia práctica de las

1. Resolución aprobada por la Asamblea General de la Organización de Naciones Unidas el 9 de septiembre de 2014 N°68/304, titulada “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”, p. 4.

2. Por “litigación *holdout*” nos referimos a las demandas iniciadas por los acreedores de deuda soberana en *default* que deciden no aceptar los términos de la reestructuración propuesta por el soberano (que implica una quita, una espera, o ambas, habitualmente mediante la instrumentación de un canje de sus títulos en *default* por nuevos títulos) y, en cambio, optan por litigar contra el Estado para obtener el cobro de la totalidad de su crédito.

3. Ver Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, *Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010* (en publicación, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2189997>, 2013, p. 1); Gelper, Anna, “What Bond Markets Can Learn from Argentina”, *International Financial Law Review*, abril de 2005, p. 21; Weidemaier, W. Mark C., “Sovereign Debt after NML v. Argentina”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, 2013, p. 123, entre otros autores. Sin embargo, en la literatura más reciente los autores ya vislumbraron el potencial cambio drástico a producirse en la

sentencias judiciales para obligar a los Estados a pagar su deuda en *default*.⁴ Sin embargo, los últimos acontecimientos ocurridos en el marco del caso argentino produjeron un quiebre. La posibilidad de que una sentencia judicial favorable a los acreedores *holdouts* pudiera impactar de manera efectiva en el normal cumplimiento de la deuda reestructurada de un país, exponiéndolo a un “segundo” *default*, plantea un escenario hasta ahora inexplorado que refuerza la necesidad de encontrar una alternativa que por fin solucione no sólo este nuevo problema sino también las dificultades históricas que afectan los procesos de reestructuración de la deuda soberana.

En este contexto, el derecho podría tener algo para decir. Mediante el diseño de una solución óptima a nivel jurídico, se podrían crear los incentivos correctos para operar sobre las conductas de los distintos agentes involucrados en el proceso de reestructuración y así revertir las ineficiencias actuales. El trabajo se propone analizar cuáles son los problemas de la deuda soberana desde el enfoque del análisis económico del derecho, y estudiar las dos principales alternativas planteadas para solucionar dichos problemas, como también sus virtudes y debilidades.

El trabajo se divide en dos partes. La primera está destinada a analizar los cuatro principales problemas o ineficiencias que actualmente impiden lograr reestructuraciones de deuda ordenadas: el problema de la acción colectiva, el problema del acreedor *holdout*, el problema de la ejecución de las sentencias y, por último, el novedoso problema de la afectación de la deuda reestructurada. Se pretende contrastar la teoría con los hechos mediante el análisis de esos cuatro problemas a la luz de lo ocurrido en el caso de la deuda soberana argentina: el *default* de fines de 2001, las reestructuraciones de deuda de 2005 y 2010 y el caso iniciado por los *holdouts* ante los tribunales de Nueva York.

La segunda parte analiza las dos alternativas que se discuten en la literatura reciente –y no tan reciente– para solucionar estos problemas: la

dinámica entre deudores soberanos y sus acreedores a partir del litigio argentino ante los tribunales de Nueva York (ver Weidemaier, W. Mark C., “Sovereign Immunity and Sovereign Debt”, *University of Illinois Law Review*, Vol. 1, 2014, p. 107, y Weidemaier, W. Mark C. & Anna Gelpern, “*Injunctions in Sovereign Debt Litigation*”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31, 2014, p. 190).

4. Por “deuda en *default*” nos referimos a aquellos pasivos respecto de los cuales el Estado soberano haya declarado la suspensión de pagos.

contractual y la regulatoria. Los partidarios de la solución contractual (también llamada “de mercado”, por prescindir de un marco regulatorio específico) abogan por el uso de las llamadas cláusulas de acción colectiva en los contratos de préstamo que subyacen a los bonos. Los que apoyan la solución regulatoria proponen la implementación de un tratado que regule el proceso de reestructuración de deuda soberana. Esta última es la alternativa que estaría en marcha a partir de la resolución de la ONU antes mencionada.

Después de analizar los problemas desde una perspectiva teórica y empírica, de evaluar las fortalezas y debilidades de las soluciones en cuestión, y teniendo particularmente en cuenta las decisiones recientes de la justicia estadounidense en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”, se concluye que la alternativa jurídica eficiente y, por lo tanto, socialmente deseable para atender todos los problemas actuales de la deuda soberana es la solución regulatoria.

II. Problemas actuales de la deuda soberana

a. Contexto actual y antecedentes relevantes

Ante un escenario de cesación de pagos, se genera una tensión entre el derecho de los acreedores a cobrar sus créditos y el derecho de los Estados a resurgir de la insolvencia mediante un proceso de reestructuración. Esta tensión desencadena una serie de dificultades que en ciertas ocasiones impide a los Estados reestructurar la totalidad de sus deudas y recuperar su salud financiera sin contingencias litigiosas que puedan reabrir la discusión. Sin embargo, estas dificultades no fueron siempre las mismas o, mejor dicho, no se habían materializado de la manera en que hoy lo hacen: el contexto actual en el que se desenvuelven las relaciones entre el Estado deudor y sus acreedores difiere del contexto de otras épocas. Las crisis financieras son un fenómeno universal e histórico que ocurre sistemáticamente desde la edad media. Si bien en la actualidad se hace hincapié en las crisis de deuda de los países emergentes de las décadas de 1980 y 1990, lo cierto es que los ahora prósperos países europeos han caído en *default* numerosas veces en el pasado.⁵

5. Para un análisis desarrollado de las crisis financieras de los últimos ocho siglos ver

Para poder analizar y comprender los problemas específicos que se presentan en este campo en el contexto actual, resulta necesario repasar algunas circunstancias históricas, legislativas y de práctica contractual que delimitaron la situación presente de la deuda soberana.

1. *El concepto y la práctica de la deuda soberana. La teoría del contrato con “notas de soberanía”*

En primer lugar, nos referimos al concepto de la deuda soberana. Si bien es una cuestión meramente terminológica, la expresión “deuda soberana” (*sovereign debt*) se usa habitualmente en la práctica de mercado internacional actual para denominar a la deuda de un país instrumentada en bonos que cotizan en el ámbito de la oferta pública, mientras que la expresión “deuda externa” se refiere en términos más genéricos a la totalidad de la deuda de un país que –por exclusión– no sea considerada deuda interna, que comprendería tanto los bonos como el resto de las modalidades de deuda (por ejemplo, los préstamos otorgados por entidades multilaterales de crédito u otros países). Existiría, por lo tanto, una diferencia de género a especie entre la deuda externa (género) y la deuda soberana (especie). Sin embargo, la elección de uno u otro término no está exenta de arbitrariedad. Debido a que en nuestro ámbito resulta más difundido el uso del término deuda externa, tanto en la legislación como en la doctrina, en el presente trabajo usaremos de manera indistinta los términos “deuda externa” y “deuda soberana”.⁶

No hay unanimidad en la doctrina local acerca de la definición del concepto de deuda externa. Los autores adoptan distintos criterios para determinar si un endeudamiento del Estado recae bajo esta categoría:⁷ lugar

Reinhart, Carmen & Rogoff, Kenneth, “This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, *Annals of Economics and Finance* 15 (2), Cambridge, Harvard University, 2014, pp. 1065-1188. Mediante el análisis de la evidencia empírica, el estudio concluye que el *default* “serial” es un fenómeno universal que ocurre cuando los países se transforman de economías emergentes a economías avanzadas.

6. También se utiliza el término “deuda internacional” ver Giuliani Fonrouge, Carlos M., op. cit., 2011, p. 1137.

7. Existe también una relación de género a especie entre crédito público (género) y deuda interna y externa (especies). “En cuanto a la caracterización jurídica de lo que debe consi-

de emisión de los títulos, moneda de pago, lugar de pago y ley aplicable. La opinión mayoritaria⁸ considera que el criterio determinante es el lugar de pago: la deuda califica como externa cuando el pago debe hacerse en el exterior. La Ley de Administración Financiera N°24.156 adopta el doble criterio del domicilio del acreedor y del lugar de pago.⁹

Sin embargo, independientemente de las definiciones dadas por la doctrina *a priori* o por la legislación local del soberano deudor, lo relevante será la definición concreta de deuda externa o soberana que esté prevista en cada contrato específico que instrumente el préstamo y los títulos bajo análisis. Ese será, en definitiva, el término que utilizará un juez para interpretar las obligaciones de las partes en cada caso, principalmente las obligaciones

derarse deuda externa, no hay unanimidad doctrinal, y los autores han empleado diversos criterios (lugar de emisión de los títulos, moneda elegida, lugar del pago de la deuda, etcétera). Jurídicamente, la deuda es externa cuando el pago debe hacerse en el exterior, mediante transferencia de valores, y especialmente cuando no es aplicable la ley nacional sino la extranjera” (Villegas, Héctor B., *Curso de Finanzas, Derecho Financiero y Tributario*, 8ª ed., Buenos Aires, Depalma, 2002, p. 110). Por su parte, Jarach da preeminencia al lugar de emisión de los títulos y al lugar de pago dado que considera que “deuda externa es aquella que se contrae en el mercado de capitales del exterior” y “la deuda externa y sus servicios son pagaderos en el exterior”. Sin embargo, admite que las diferencias no son esenciales y pueden admitir muchas excepciones (Jarach, Dino, *Finanzas Públicas y Derecho Tributario*, 3ª ed., Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1999, p. 881). En el mismo sentido, se ha dicho que la deuda externa no es tan fácil de establecer, por ser variable el elemento considerado para su clasificación y “los factores de localización más utilizados son estos, el lugar y mercado de emisión de los títulos; la moneda o divisa elegida; el lugar de pago de la deuda. [...] lo que caracteriza el pago internacional no es la moneda empleada, sino la transferencia de divisas al exterior. [...] lo que importa, sí, es el lugar de pago de la deuda” (Giuliani Fonrouge, Carlos M., 2011; Navarrine, Susana C. (Act.); Asorey, Rubén O. (act.), *Derecho Financiero*, 10ª ed., Buenos Aires, La Ley, p. 1138).

8. Ver Villegas, Jarach y Giuliani Fonrouge (con cita de Van Hecke y Schoo, entre otros autores), obras citadas en la nota al pie anterior.

9. Ley de Administración Financiera N°24.156, artículo 58 (parte pertinente): “A los efectos de esta ley, la deuda pública se clasificará en interna y externa [...]. Se considerará deuda interna, aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible dentro del territorio nacional. Por su parte, se entenderá por deuda externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio. [...]”.

bajo la llamada cláusula *pari passu*, aspecto sobre el cual volveremos más adelante.¹⁰

Es por ello que, en el presente trabajo, al referirnos a la categoría de deuda externa o soberana nos referimos a aquellos contratos de préstamo celebrados por el Estado que se instrumentan mediante bonos emitidos en distintas monedas, se ofrecen a través de distintas bolsas y mercados de múltiples jurisdicciones, están sujetos a leyes y/o jurisdicción distintas a las locales,¹¹ y sus acreedores son privados.¹² Como hemos mencionado, existen otras modalidades de deuda externa que no son objeto de análisis del presente estudio: los préstamos contraídos por el Estado con otros países o grupo de países (por ejemplo, el Club de París), o los préstamos contraídos con organismos multilaterales de crédito (como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros).¹³

Otro aspecto que pareciera ser teórico pero que tiene implicancias prácticas de relevancia es la cuestión de la naturaleza jurídica del contrato de préstamo que instrumenta la deuda soberana. Hay dos posturas acerca de este punto: una que considera al préstamo como un acto de soberanía, que origina una obligación unilateral de derecho público, en la cual la deuda del Estado puede no implicar la obligación de devolver el capital prestado; y otra postura que considera al préstamo como un contrato, es decir, como

10. Ver Capítulo II.C.3.

11. Por ejemplo, los bonos emitidos por la República Argentina en el marco de las reestructuraciones de 2005 y 2010 (Bonos Discount, Bonos Par, Bonos Cuasi-Par y Bonos vinculados al PBI). Dichos bonos fueron emitidos en distintas monedas (Pesos, Dólares Estadounidenses, Euros y Yenes), bajo distintas leyes (ley argentina, ley de Nueva York, ley inglesa y ley de Japón) y en los que se prorrogó la jurisdicción a favor de distintos tribunales extranjeros (ubicados en las ciudades de Nueva York, Londres y Tokio). Ver Decretos del Poder Ejecutivo Nacional N°1735/04 y N°563/2010.

12. Generalmente, personas físicas y fondos de inversión (por oposición a las instituciones internacionales u otros Estados). También se la denomina “deuda externa privada” (ver Gelpern, Anna, “*A Skeptic’s Case for Sovereign Bankruptcy*”, *Houston Law Review*, Vol. 50, 2013, p. 1107).

13. Estas otras modalidades de préstamo tienen características propias que no serán analizadas en este trabajo.

un acto bilateral en el que se establecen obligaciones recíprocas para ambas partes (deudor y acreedor).¹⁴

La primera postura, de corte tradicional, ha sido desplazada por la segunda, esencialmente por una cuestión pragmática: el préstamo es un contrato porque su cumplimiento no depende de la voluntad unilateral del Estado sino que puede ser exigido mediante la intervención de un juez. Esta cuestión esencial, que produjo un giro en la concepción misma de la deuda externa, se relaciona con el abandono de la teoría de la soberanía absoluta (tema a tratarse en el punto 3 de este Capítulo), y con el hecho concreto de que, a partir de fines de la década de 1970, los Estados pueden ser demandados por sus acreedores ante un juez extranjero en procura del cumplimiento de las obligaciones bajo los contratos de préstamo. Ahora bien, dentro de esta postura que considera al préstamo internacional tomado por el Estado como un contrato, existen diferencias acerca del tipo de contrato. Para algunos, es un contrato de derecho privado, para otros es un contrato de derecho público y para una tercera postura es un contrato *sui generis*.¹⁵

En la actualidad, la teoría y fundamentalmente la práctica imponen el carácter contractual del préstamo que instrumenta la deuda externa.¹⁶

14. Giuliani Fonrouge, Carlos M., op. cit., 2011, pp. 1161-1166; y Jarach, Dino, op. cit., 1999, p. 878.

15. La doctrina que se orienta por el préstamo de estas características como un contrato regido por el derecho privado considera que el Estado celebra una convención de igual a igual con los particulares, quedando sometido a todos los efectos jurídicos del contrato privado y estaría regido, por lo tanto, por el derecho privado. La doctrina opuesta se orienta por considerarlo un contrato de derecho público (doctrina francesa) y, en especial, un contrato administrativo por ser relativo a un servicio público y ser voluntad de los contratantes someterse a un régimen especial de derecho público conforme a la ley elegida; sin embargo, esta postura no resulta convincente teniendo en cuenta el escenario actual. Por último, la tercera postura asigna al empréstito una naturaleza contractual que no puede ubicarse en las categorías corrientes, por eso la considera como un contrato *sui generis*, con elementos de derecho público y derecho privado que se entremezclan (ver Giuliani Fonrouge, Carlos M., op. cit., pp. 1161 a 1166).

16. Esta concepción es rechazada por algunos autores del ámbito nacional (por ejemplo, Giuliani Fonrouge y otros, quienes estiman “inaceptable la posición contractualista” y destacan que “es de notar que no puede haber ejecución ante autoridad judicial [...], porque ‘ni aun hipotéticamente’ puede concebirse la existencia de tribunal competente para enjuiciar un acto de soberanía” (Giuliani Fonrouge, Carlos M., op. cit., pp. 1166 y 1167,

Sin embargo, es importante destacar que este contrato tiene ciertas notas de soberanía dadas por la naturaleza misma del deudor (un Estado) que impone la aplicación de un régimen especial de inmunidades en la fase de embargo y ejecución de los bienes del Estado por parte de los acreedores.¹⁷ Esta es la diferencia esencial entre un contrato entre particulares, regido totalmente por el derecho privado, y un contrato de estas características. Es por ello que sugerimos denominarlo contrato con “notas de soberanía” por la aplicación de las mencionadas particularidades al momento de ejecutar la eventual sentencia contra el Estado deudor.

respectivamente). Sin embargo, creemos que esta postura es inaceptable en la realidad actual, dado que no se condice con la práctica llevada adelante por la República Argentina en la materia como consecuencia de la adopción de la teoría de la inmunidad soberana restrictiva implementada a partir de fines de la década de 1970 por los países. A solo título de ejemplo, mediante el decreto que dispuso la reestructuración del año 2005 (fundado en las leyes que la habían autorizado, mencionadas en los considerandos de dicho decreto) se autorizó “la prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales estatales y federales ubicados en la ciudad de Nueva York (Estados Unidos de América); los tribunales ubicados en la ciudad de Londres (Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte), y los tribunales ubicados en la ciudad de Tokio (Japón), y la renuncia a oponer la defensa de inmunidad soberana, exclusivamente, respecto de la jurisdicción que se prorrogue, según el “Suplemento de Prospecto (Prospectus Supplement)”, los contratos que el Ministerio de Economía y Producción suscriba, en los términos y condiciones de las emisiones de instrumentos de deuda pública nacional en el marco del presente decreto” (artículo 3 del Decreto N°1735/04). Por su parte, los bonos que se encuentran en litigio en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”, emitidos en el año 1994 bajo el contrato de agencia fiscal (Fiscal Agency Agreement) celebrado entre la República Argentina y Bankers Trust Company, del 19 de octubre de 1994, también contenían una renuncia a la inmunidad de jurisdicción, en base a la cual el litigio se encuentra hoy en trámite ante la jurisdicción de Nueva York. En consecuencia, estas circunstancias refutan la tesis de los autores que rechazan la jurisdicción de los tribunales extranjeros, en tanto su competencia ha sido reconocida por el propio Estado deudor, tanto expresa como tácitamente (mediante las declaraciones en normas, contratos y prospectos de emisión; y mediante su participación en juicio, respectivamente). Otra cuestión distinta es la relacionada con la inmunidad de ejecución de ciertos bienes, sobre la cual volveremos más adelante (ver Capítulo II. D).

17. Estas cuestiones se regirán por lo dispuesto mediante el acto que autorice la operación y por la ley a la cual se someta el préstamo que, como veremos, suelen ser la ley del Estado de Nueva York, Estados Unidos, o la ley inglesa. Ver Capítulo II.A.3 del presente trabajo.

2. *El cambio de acreedor: de la concentración a la dispersión*

Un segundo aspecto a tener en cuenta desde el punto de vista práctico es el cambio producido en el tipo de acreedor del Estado. Se pasó de un acreedor concentrado (un banco o un grupo reducido de bancos) a una gran cantidad de acreedores dispersos por todo el mundo (bonistas). Ello impacta en la forma en que actualmente se concibe a la deuda externa y, desde luego, en el modo en el que se generan los problemas en los procesos de reestructuración principalmente a partir del aumento de los costos de coordinación.

La literatura sostiene que a partir de la década de 1990 los Estados con necesidad de financiamiento pasaron de tomar préstamos de los bancos a acudir a los mercados de capitales; siendo los bonos la forma más difundida de deuda soberana de aquel momento hasta hoy, en particular respecto del mercado de deuda de los países emergentes.¹⁸ Esta circunstancia genera problemas de coordinación de acreedores ante la necesidad del Estado de iniciar negociaciones de cara a la reestructuración. Mientras que los préstamos bancarios eran más fáciles de reestructurar porque estaban concentrados en un pequeño número de bancos comerciales, por oposición, los bonos resultan difíciles de reestructurar porque están dispersos en manos de muchos y distintos tenedores. Ello genera altos costos de coordinación y mayor riesgo de litigio. Volveremos sobre este problema puntual más adelante.¹⁹

3. *El abandono de la doctrina de la inmunidad absoluta y su reflejo en las legislaciones estadounidense e inglesa*

Uno de los mayores hitos en el campo de la deuda soberana que resulta determinante del escenario actual fue el abandono de la teoría de la inmunidad absoluta por parte de Estados Unidos y el Reino Unido. Dicha teoría

18. Ver Gelpert, Anna, *op. cit.*, pp. 1101 y 1102; Weidemaier, W. Mark C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt", *University of Illinois Law Review*, Vol. 1, 2014, p. 69; Buchheit, Lee & Mitu Gulati, "Sovereign Bonds and the Collective Will/Sovereign Bonds and the Collective Will", *51 Emory Law Journal*, 2004, p. 1334; y Weidemaier, W. Mark C & Mitu Gulati, "Sovereign Debt and the 'Contracts Matter' Hypothesis", *Oxford Handbook of Law and Economics* (en publicación), 2014b, p. 3.

19. Ver Capítulo III.B.

postulaba la inmunidad total de jurisdicción y de ejecución de los Estados. Este cambio operó a mediados del siglo XX en los dos países principales bajo cuyas leyes suelen regirse las emisiones de deuda soberana, de allí su relevancia.²⁰ Ello significó la apertura de los tribunales de estos dos países a reclamos de demandantes particulares contra Estados extranjeros, habilitando la posibilidad de: (i) demandar a los Estados ante dichos tribunales; y (ii) ejecutar en ciertos casos determinados bienes a los fines de cobrar sus créditos.

La adopción de la llamada doctrina de la inmunidad restringida o limitada se implementó en Estados Unidos mediante el dictado de la Ley de Inmunidad Soberana de 1976 (*Foreign Sovereign Immunities Act*), y en el Reino Unido mediante la Ley de Inmunidad del Estado de 1978 (*State Immunity Act*). Por ejemplo, bajo la ley estadounidense se prevén excepciones a la inmunidad de jurisdicción de los Estados extranjeros en relación con actos comerciales desarrollados en los Estados Unidos o cuando han renunciado a dicha inmunidad en un contrato.²¹ Dicha ley también prevé excepciones a la inmunidad de embargo y ejecución de los bienes del Estado extranjero: cuando se trate de bienes situados en el territorio de los Estados Unidos utilizados para actividades comerciales siempre que se haya renunciado a dicha inmunidad de manera explícita o implícita.²²

Esta circunstancia marcó un antes y un después en la dinámica de la deuda soberana. Previo a estas leyes no existía la posibilidad real de los acreedores de demandar a los Estados frente a un juez extranjero en caso

20. Se considera que los Estados Unidos y el Reino Unido son las dos principales jurisdicciones en las cuales tiene lugar la litigación por deuda soberana (ver Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014, p. 101). “Los bonos regidos por ley extranjera son mayormente considerados como inversiones más seguras en comparación con los bonos regidos por la ley local del soberano. La razón es que el soberano podría estar facultado para cambiar su ley *ex post* para facilitar una reestructuración. [...] La preferencia por los bonos regidos por ley extranjera podrían explicar por qué una porción sustancial de los bonos de deuda de mercados emergentes se rige por ley de Nueva York o ley inglesa” (traducción libre al castellano de Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, op. cit., 2014b, p. 9).

21. Párrafo 1605 (a) 1 - 2 de la Ley de Inmunidad Soberana Extranjera de Estados Unidos (*Foreign Sovereign Immunities Act of 1976*).

22. Párrafo 1610 (a) 1 de la Ley de Inmunidad Soberana Extranjera de Estados Unidos (*Foreign Sovereign Immunities Act of 1976*).

de falta de pago para lograr el reconocimiento de sus derechos y cobrar sus créditos. El pago de la deuda por parte del Estado se regía por otros incentivos,²³ pero de ninguna manera existía el riesgo de ser demandado ante un tribunal de otro país por el cobro de deuda impaga. Es así como, durante la vigencia de la inmunidad absoluta, los acreedores de deuda soberana tenían principalmente dos opciones frente al incumplimiento del deudor soberano: (i) coordinar con otros acreedores la imposición de sanciones informales al Estado, tales como negarle nuevos préstamos hasta que pague los anteriores o negocie un acuerdo aceptable; o (ii) descansar en la voluntad de gobiernos poderosos para forzarlo al pago a través de medios diplomáticos o militares.²⁴ Sin embargo, con el advenimiento de la doctrina Drago, el empleo de la fuerza militar para lograr el cobro compulsivo de la deuda pública fue dejado de lado.²⁵ Es por ello que durante buena parte del siglo XX –antes del cambio legislativo operado a fines de los años 70–, frente a la imposibilidad de acudir a los tribunales, se recurrió a la vía arbitral. Se promovió entonces el uso de cláusulas arbitrales que preveían la formación de tribunales arbitrales, principalmente para casos de préstamos entre Estados, no con acreedores privados. En la práctica, la función de estos tribunales no era producir un laudo ejecutable –que la inmunidad soberana habría impedido–, sino lograr un *impasse* en las negociaciones y producir un acuerdo de reestructuración aceptable para ambas partes.²⁶

23. Por ejemplo, los incentivos reputacionales de un Estado generados por su potencial necesidad de volver a acceder a los mercados de capitales en un futuro.

24. Ver Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014, p. 68. Fue así como en 1903, Inglaterra, Alemania e Italia ejercieron actos de fuerza contra Venezuela (ver Villegas, Héctor B., op. cit., 2002, p. 110).

25. Villegas, Héctor B., op. cit., 2002, p. 110.

26. Ver Weidemaier, W. Mark C., “Contracting for State Intervention: The Origins of Sovereign Debt Arbitration”, *73 Law & Contemporary Problems* 335, 2010, p. 340. En este artículo, el autor hace un desarrollo detallado acerca del origen de las cláusulas arbitrales en los contratos de préstamo soberanos. Weidemaier señala que la difusión del arbitraje internacional en general podría haber llevado a los prestamistas a pedir la inclusión de cláusulas arbitrales en los contratos de préstamo. El autor considera que los dos tratados multilaterales en materia de arbitraje de mediados del siglo XX que generaron un incentivo para recurrir a este método alternativo de resolución de conflictos según el autor son: (i) la Convención de Nueva York, que entró en vigencia en 1959; y (ii) la creación del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) en 1966. Si

En el trabajo se estudia en qué medida el giro legislativo generó un cambio en la práctica mediante el análisis de las diferencias operadas en ambos aspectos (jurisdicción y ejecución). Mientras que la posibilidad efectiva de demandar a un Estado se verifica plenamente al analizar los datos sobre el número de litigios desde la sanción de estas normas; no ocurre lo mismo respecto de la posibilidad de embargar y/o ejecutar bienes de un Estado, porque ningún litigante ha resultado exitoso en este aspecto aún.²⁷

4. La progresiva analogía entre el Estado y un deudor privado

¿Es posible establecer una analogía entre el deudor soberano y un deudor privado? Si bien la pregunta está abierta, ya hay un camino recorrido que sugiere una tendencia.

Si se presta atención a los tres factores clave analizados anteriormente en este apartado, la práctica indicaría una respuesta afirmativa, aunque con particularidades. El abandono de la inmunidad absoluta de jurisdicción y ejecución, la interpretación de la relación entre el deudor soberano y sus acreedores como un contrato regido por el derecho privado (si bien con notas de soberanía principalmente en la fase de embargo y ejecución), y la experiencia práctica de emisión de bonos en características equiparables a las de una sociedad comercial que acude a los mercados de capitales internacionales para obtener financiamiento; son todos aspectos que denotarían un abandono de la diferencia histórica que existía entre un Estado y un privado en el rol de deudor.

La pregunta acerca de la posibilidad de equiparar un Estado a un particular en determinados aspectos no es un intento meramente teórico, sino que intenta ser un disparador para encontrar potenciales soluciones a los problemas que hoy enfrentan los Estados allí donde ya se han dado respuestas a problemas similares sufridos por los sujetos privados. Por la naturaleza misma del deudor es claro que la equiparación no puede ser total, principalmente si consideramos los escollos prácticos al embargo y ejecución de los

bien estos tratados no sorteaban el escollo de la inmunidad absoluta, potenciaron el uso del arbitraje internacional y, según el autor, podrían haber llevado al uso de la cláusula arbitral en los contratos de préstamo soberano (Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014, p. 77).

27. Ver Capítulo II. D.

bienes de un Estado para obtener el cobro por parte de los acreedores. Pero el ejercicio bien vale la pena si se pone el foco en un estadio anterior: en las dificultades generadas en el proceso de reestructuración.

Los autores fundamentan la analogía en el hecho de que el debate actual sobre la necesidad de encontrar un procedimiento de reestructuración de deuda soberana es el mismo debate que el que se dio, por ejemplo, en los Estados Unidos hace cien años para el deudor privado.²⁸ Aquel debate giraba en torno a la búsqueda de una solución distinta a la quiebra para las grandes compañías emisoras de bonos en dificultades financieras y derivó en la modificación de la legislación de quiebras y fue el antecedente del actual *Chapter 11*²⁹ que regula el procedimiento de reorganización para las compañías locales de aquel país como una alternativa a la quiebra o liquidación de los bienes del deudor. Las opciones que se debatieron en ese momento para aliviar a los deudores privados son las mismas que se discuten hoy en día para los deudores soberanos.³⁰ Esta es la prueba de cómo el derecho puede dar respuesta a nuevos problemas con viejas soluciones.

28. Buchheit y Gulati analizan el problema de la voluntad colectiva en el marco de la deuda soberana y las alternativas disponibles para solucionarlos partiendo de la siguiente premisa: hace cien años, en los Estados Unidos, se buscaba con urgencia un procedimiento que permita manejar la deuda de grandes compañías de la industria de los ferrocarriles que tenían deuda instrumentada en bonos, dado que la única solución legal de aquel momento era la quiebra de la compañía que implicaba la liquidación inexorable de sus activos. La comunidad financiera discutía principalmente dos opciones: 1) modificar la Ley de Quiebras para permitir la reorganización y no sólo la liquidación de las compañías deudoras (reforma que resultó predecesora del actual *Chapter 11*); y 2) incluir cláusulas contractuales en los bonos subyacentes que permitiría una reestructuración de dichos títulos con el consentimiento de una supermayoría de bonistas. Un siglo después, frente a la necesidad urgente de encontrar un procedimiento para los emisores de deuda soberana, las mismas opciones son las que se discuten: 1) la posibilidad de implementar el equivalente de un “*Chapter 11* para países” a nivel supranacional; y 2) el uso de las llamadas “cláusulas de acción colectiva” (ver Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, pp. 1318-1322). Ver también Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001*, 49 IMF Staff Papers 470, 2002, p. 471.

29. Capítulo 11 (*Chapter 11*) de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos (*United States Bankruptcy Code*).

30. Según Buchheit y Gulati, “[u]n emisor de bonos soberanos de principios del siglo XXI está parado casi en el mismo punto que las compañías ferroviarias emisoras de bonos de principios del siglo XX” (Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, p. 1322).

b. El problema de la acción colectiva

Luego de repasar los antecedentes que delinearon el contexto actual de la deuda soberana, se tratarán los problemas específicos. Estos problemas no son compartimentos estancos, sino que están concatenados entre sí. Unos son potenciados o mitigados por otros. Algunos son un problema para el soberano, otros lo son para el acreedor. Lo relevante es que, sea cual fuere el germen de cada una de estas dificultades, el resultado sigue siendo insatisfactorio para todas las partes porque el proceso de reestructuración de deuda sigue siendo desordenado e incierto.

1. El desdoblamiento del problema de la acción colectiva

El principal problema³¹ que, en la actualidad, impide a los Estados lograr reestructuraciones ordenadas y previsibles es el problema de la acción colectiva: frente a la insolvencia o *default* del Estado y la consecuente necesidad de reestructurar sus pasivos, no hay un procedimiento que regule de manera coordinada las relaciones entre el Estado deudor y todos sus acreedores. La ausencia de un procedimiento de acción colectiva se desdobra en las siguientes circunstancias de hecho: 1) la inexistencia de una ley o tratado internacional que regule los procedimientos de insolvencia de los Estados (es decir, no hay una ley de “quiebras”³² aplicable al Estado deudor como sí lo hay para los deudores privados), y 2) la inexistencia de un procedimiento previsto a nivel contractual, es de-

31. Existe consenso en la doctrina en considerarlo el mayor de los problemas en este campo (ver Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, op. cit., 2002, p. 470; Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, p. 1322; Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., “Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured?”, *Emory Law Journal*, Vol. 53, 2004, p. 763; Gelpern, Anna, op. cit., 2013, p. 1101; Schwarcz, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring Options: An Analytical Comparison”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 2, 2012, p. 98; y Buchheit, Lee & Elena Daly, “Minimising Hold Out Creditors: Sticks”, en *Sovereign Debt Management*, Oxford University Press, 2014b, p. 15). Así fue receptado en la Resolución de la Asamblea General de la ONU del 9 de septiembre de 2014 N°68/304, titulada “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”.

32. Si bien hablar de “quiebra” de un Estado es impropio porque, a diferencia de los deudores particulares, no se puede liquidar al Estado como entidad, es un término de uso frecuente en la doctrina que evoca la analogía con el deudor privado.

cir, no hay una cláusula incluida en los términos y condiciones de los bonos que permita, mediante la aprobación de una supermayoría de acreedores, lograr la reestructuración de la deuda en *default* a través de una quita, una espera, o ambas. La primera de estas dos circunstancias fácticas es fácilmente observable; sin embargo, la segunda ofrece ciertos matices.

La llamada “cláusula de acción colectiva” (CAC o *collective action clause*)³³ consiste en un procedimiento de toma de decisión a nivel colectivo que permite que, mediante la obtención de determinada mayoría calificada de acreedores (por ejemplo, el 75% de los bonistas), se modifiquen los principales términos de los bonos: cambio en las fechas de pago de capital y/o intereses, reducción del monto de la deuda; cambio del lugar o la moneda de pago, entre otros. Estos términos principales del préstamo son los que habitualmente están en juego en toda reestructuración de deuda. Este mecanismo de decisión colectiva permite, por lo tanto, que una mayoría determinada de acreedores (la que indique el bono soberano respectivo) obligue a la totalidad de los acreedores –aun a los disidentes– a aceptar una reestructuración. Esta cláusula actuaría como un dispositivo para mitigar el problema de la acción colectiva en caso de crisis del soberano. Es por ello que se la considera como una de las soluciones.³⁴

Por el contrario, aquellos bonos que no tienen CAC, tienen las cláusulas llamadas de consentimiento unánime (*unanimous consent*) que requieren, como su título lo indica, del consentimiento de todos y cada uno de los bonistas para modificar los términos principales de la obligación. Esta circunstancia dificulta significativamente el proceso de reestructuración, dado que todo acreedor cuenta con un “derecho de veto” que le permitiría frustrar cualquier intento del soberano por reacomodar su situación financiera.

En consecuencia, habrá que analizar en cada caso particular si el bono soberano contiene una CAC o una cláusula de consentimiento unánime para determinar si una reestructuración de deuda tiene probabilidades de éxito o si se deberá considerar el problema del acreedor disidente o *holdout*.

33. Las cláusulas de acción colectiva también son denominadas “cláusulas de acción de la mayoría” (*majority action clauses*, ver Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, p. 1322).

34. Ver Capítulo III.A.

2. El uso difundido de las cláusulas de acción colectiva desde México, 2003

Hay estudios que analizan de manera comprensiva la evolución de las CACs en los bonos a lo largo de la historia.³⁵ En todos ellos se atiende a una circunstancia histórica fundamental para poder comprender la situación actual: mientras que las CACs fueron incluidas a partir de la segunda mitad del siglo XIX en los bonos regidos por ley inglesa,³⁶ no ocurrió lo mismo con los bonos regidos por otras legislaciones, como lo es Nueva York.³⁷

35. Ver Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, pp. 1317-1363; Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, op. cit., 2014a, pp. 51-95; Gelpern, Anna, “*How Collective Action Is Changing Sovereign Debt*”, *International Financial Law Review*, 2003, pp. 19-23; Gelpern, Anna & Mitu Gulati, “*Innovation After the Revolution: Foreign Sovereign Bond Contracts Since 2003*”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, 2009, 85-103.

36. Buchheit y Gulati (2004) indican que en Inglaterra, en aquella época (segunda mitad del siglo XIX), consideraron que la estructura legal rígida que impedía la actuación de los bonistas como grupo era contraria a los intereses de la mayoría de los bonistas. Las compañías emisoras de bonos que atravesaban problemas de liquidez temporarios eran forzadas a la quiebra cuando, en realidad, podrían haber sido salvadas por un simple diferimiento de los pagos o una reducción del monto del crédito. Como respuesta a esta rigidez, el mercado de Londres comenzó a incluir en las emisiones de bonos corporativos una cláusula contractual (hoy denominada “cláusula de acción de la mayoría” –*majority action clause*–) que le permita a una supermayoría de bonistas votar en una asamblea para aceptar modificaciones a los términos y condiciones de los bonos, incluyendo cambios a las condiciones de pago. Dichas modificaciones, una vez aceptadas y votadas de manera afirmativa por la supermayoría requerida, devenían obligatorias para todos los bonistas, independientemente del sentido en el que hubieran votado. La paternidad de las cláusulas de acción colectiva inglesas se le atribuye al abogado Francis Beaufort Palmer, quien consideró que la inclusión de este tipo de cláusulas “puede salvar a la mayoría de la tiranía de la minoría” (haciendo alusión a los acreedores *holdout* que pueden trabar la reestructuración con su derecho de veto bajo las cláusulas que requieren el consentimiento unánime para modificar los términos de pago de los bonos) (ver Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, pp. 1324-1325).

37. En relación a lo ocurrido en los Estados Unidos, Buchheit y Gulati (2004) explican que a fines del siglo XIX, los emisores de bonos de aquel país enfrentaron un dilema parecido a los ingleses: las compañías con problemas temporarios de liquidez podían requerir el consentimiento de sus acreedores para diferir o reducir el monto, pero siempre corriendo el riesgo de la negativa por parte de los disidentes. La quiebra era una opción, pero terminal. Es por ello que años más tarde, en 1934, se modificó la ley de quiebras para incluir un procedimiento de “reorganización” (concurso) para los deudores privados que

En los bonos emitidos y regidos bajo ley de Nueva York (tanto los corporativos como los soberanos) la regla de la necesidad del consentimiento unánime de los acreedores para modificar términos sustanciales de los bonos se mantuvo hasta principios del siglo XXI. La literatura adjudica esta circunstancia a que en la década de 1990 –momento en el cual el mayor volumen de deuda soberana dejó de instrumentarse en préstamos bancarios para volcarse al mercado de los bonos–, los formatos de la documentación que se usó para esta nueva tanda de bonos soberanos se tomaron de los formatos usados para los bonos corporativos.³⁸ Dichos formatos contenían la cláusula de consentimiento unánime. Fue recién a partir de los sucesivos *defaults* de fines de la década de 1990 y principios de los años 2000 (como el ocurrido en Argentina a fines del año 2001) que se comenzó a incentivar el uso de las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de deuda soberana de los países emergentes para facilitar reestructuraciones de deuda ordenadas,³⁹ teniendo en cuenta la experiencia de los crecientes litigios iniciados por los acreedores (*holdouts*) que decidieron no aceptar la reestructuración y litigar para obtener el cobro del cien por cien de sus créditos, instrumentados en bonos emitidos en la década de los 90.

Se suele considerar al año 2003 como bisagra, porque a partir de ese momento se empezó a difundir el uso de las CACs en los bonos regidos por la ley de Nueva York como consecuencia de su incorporación en la emisión de bonos de México.⁴⁰ Así, recién a partir de ese momento, los bonos so-

quisieran salvar a la compañía de la quiebra y liquidación de sus bienes, salvaguardándola de los acreedores disidentes. La solución inglesa a este dilema (el uso de cláusulas de acción colectiva) no ganó demasiados adeptos en Estados Unidos (ver Buchheit, Lee & Mitu Gulati, “Sovereign Bonds and the Collective Will”, 51 *Emory Law Journal*, 2004, pp. 1326 a 1330).

38. Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, p. 1335.

39. Buchheit, Lee & Mitu Gulati, op. cit., 2004, p. 1333.

40. En el año 2003 México emitió bonos por un monto de US\$1.000 millones bajo ley de Nueva York permitiendo la modificación de los términos de pago con el consentimiento del 75% de los acreedores del monto en circulación (ver la cláusula de acción colectiva incorporada en los bonos mexicanos en Gelpern, Anna & Mitu Gulati, op. cit., 2009, p. 88). Sin embargo, los autores indican que México no fue el primero en incluir una CAC bajo sus bonos soberanos regidos por ley de Nueva York. Kazajistán y Líbano usaron estas cláusulas en el año 1997 (Gelpern, Anna & Mitu Gulati, op. cit., 2009, p. 89). Para un de-

beranos regidos bajo ley de Nueva York se equipararon a los bonos bajo ley inglesa en este aspecto. Desde el año 2005, todos los bonos soberanos emitidos bajo ley de Nueva York –con la excepción de cinco bonos emitidos por Jamaica– contienen CAC.⁴¹

Ahora bien: si se parte de la premisa de que la CAC es una de las posibles soluciones al problema de la acción colectiva,⁴² ¿cuál sería, entonces, el foco de preocupación para los Estados que hoy se encuentren en peligro de *default* y potencialmente deban reestructurar su deuda? Si bien hay que atender a la situación de cada bono en particular, podemos ensayar una respuesta aproximada atendiendo a estas tendencias generales.

La respuesta sería que aquellos bonos cuya reestructuración esté en riesgo por carecer de CAC son aquellos que: (i) hayan sido emitidos antes de 2003; (ii) estén regidos por la ley del Estado de Nueva York; (iii) estén en circulación o vencidos pero aún no prescriptos; y (iv) cuyo deudor soberano haya suspendido los pagos.⁴³

Tal es el caso de los bonos que están actualmente en litigio ante los tribunales de Nueva York en el caso “NML Capital, Ltd. v. Argentina”: fueron

sarrollo sobre el giro producido a partir del caso mexicano, ver también: Gelpern, Anna, op. cit., 2003, pp. 19-23.

41. Así lo expresó la Sentencia de la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, del 26 de octubre de 2012, en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”, p. 27 (traducción libre al castellano): “Las cláusulas de acción colectiva –que efectivamente eliminan la posibilidad de litigación ‘holdout’– han sido incluidas en el 99% de los bonos emitidos bajo ley de Nueva York desde enero de 2005, incluidos los bonos del canje de los años 2005 y 2010 de la Argentina. Sólo 5 de 211 emisiones bajo ley de Nueva York durante ese período no incluyeron cláusulas de acción colectiva, y todas esas emisiones provienen de una sola nación, Jamaica”. Adicionalmente, y reafirmando lo ya expresado, en su segundo fallo emitido en el caso (de fecha 23 de agosto de 2013), la Cámara señaló que “observamos que es poco probable que ocurran casos como este en el futuro porque [...] los bonos nuevos casi universalmente incluyen cláusulas de acción colectiva (‘CACs’) que permiten a una super-mayoría de tenedores de bonos imponer una reestructuración sobre potenciales holdouts” (Sentencia de la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, del 23 de agosto de 2013, pp. 23-24.

42. Ver Capítulo III.A.

43. Se excluyen, por lo tanto, a los bonos regidos por ley inglesa (dado que el uso de las CACs se difundió desde fines del siglo XIX) y a los bonos regidos por ley de Nueva York a partir del año 2003 (a excepción de los ya mencionados bonos jamaíquinos).

emitidos en el año 1994, se rigen por ley de Nueva York, no tienen CAC (dado que para modificar los términos de pago y/o reducir la deuda se requiere la unanimidad de todos los acreedores –cláusula “*unanimous consent*”–)⁴⁴ y la Argentina declaró la suspensión de pagos (*default*) a su respecto a fines del año 2001. Los demandantes en el caso no entraron en ninguna de las dos reestructuraciones lanzadas por la Argentina en 2005 y 2010, que implicaron un canje de bonos en *default* por nuevos bonos que contenían nuevos términos de pago y, en cambio, optaron por litigar para cobrar la totalidad del valor de los bonos emitidos en 1994. En consecuencia, se observa que la falta de un procedimiento de acción colectiva (tal como es la CAC) genera el problema del *holdout* que desarrollamos en el punto C del presente Capítulo.

3. La exposición del Estado en default ante la ausencia de un procedimiento de acción colectiva

El hecho de no tener un procedimiento regulado por un tratado internacional o por una cláusula contractual incluida en los bonos soberanos genera problemas de incentivos por parte de los acreedores: al ser necesaria la unanimidad para modificar los términos de pago, cada uno de los bonistas cuenta con un derecho de veto que genera incentivos a no aceptar la reestructuración y optar por litigar. El Estado en *default* tiene que negociar con todos y cada uno de ellos para que acepten los nuevos términos de pago, pero al no haber una regla que obligue a la minoría a aceptar el acuerdo votado por la mayoría, quedan acreedores remanentes con incentivos a demandar. Por lo tanto, el resultado es ineficiente porque existe el riesgo de litigación *holdout* con eventual impacto en la deuda reestructurada. No es un simple fantasma, se da en la realidad.

Para dimensionar el grado de exposición del Estado bajo la hipótesis de suspensión de pagos de sus obligaciones bajo los bonos, es necesario comprender la complejidad del escenario de la deuda soberana. Generalmente, el Estado emisor de bonos tiene su deuda instrumentada en distintos

44. Párrafo 16(b)(ii) del Contrato de Agencia Fiscal (*Fiscal Agency Agreement*) celebrado entre la República Argentina y Bankers Trust Company (como Agente Fiscal), del 19 de octubre de 1994. disponible en: <http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials> (consultado el 26 de marzo de 2015).

grupos de acreedores. Estos grupos están dados por cada uno de los bonos emitidos en distintas monedas, regidos por distintas leyes y sometidos a distintas jurisdicciones, con términos y condiciones de pago también distintas. Por lo tanto, la deuda soberana que comprenda una multiplicidad de jurisdicciones deberá ser reestructurada en todos los países involucrados, existiendo un alto grado de fragmentación y dificultades de coordinación que se traducen en altos costos de transacción. Pongamos el ejemplo de la República Argentina, que es considerado el caso de reestructuración más grande y compleja en la historia de la deuda soberana: antes de la reestructuración, debía 82.000 millones de dólares en capital y 20.000 millones de dólares en intereses devengados. Cientos de miles de acreedores eran tenedores de 150 tipos de bonos en *default* emitidos en seis monedas bajo las leyes de ocho jurisdicciones.⁴⁵

A la complejidad mencionada anteriormente debe sumarse la hipótesis bajo análisis en la cual los bonos emitidos por el deudor soberano no contienen una CAC que aglutine a todos estos acreedores bajo un mismo procedimiento y permita una reestructuración de la deuda mediante el acuerdo de una mayoría que obligue a todos los acreedores en cuestión. La suma de todos estos factores trae la consecuencia de un resultado incierto, dado que obtener un acuerdo unánime en todos los grupos es altamente improbable. Para demostrarlo, se puede observar nuevamente el caso argentino. Mediante las dos ofertas de canje implementadas en 2005 y 2010, la Argentina reestructuró aproximadamente el 93% de su deuda pública.⁴⁶ El 7% remanente de acreedores pudieron no aceptar los términos de la reestructuración, precisamente por la ausencia de CAC. Algunos de ellos iniciaron litigios en distintas jurisdicciones que aún están en trámite, otros ya obtuvieron sentencia favorable y se encuentran desplegando esfuerzos de ejecución

45. Fuente de los datos: Gelpern, Anna, “*What Bond Markets Can Learn from Argentina*”, *International Financial Law Review*, abril de 2005, p. 19.

46. Los términos de los bonos canjeados implicaron una quita nominal del 66,3% (para el caso de los acreedores que optaron por bonos Discount), y la reestructuración también incluía la oferta de bonos sin quita (bonos Par) con vencimiento posterior, más intereses pagaderos en efectivo. Para ambos tramos de la oferta se previó la emisión de un cupón accesorio atado al producto bruto interno (PBI), cuyo monto depende de los índices de PBI de la Argentina desde la fecha de su emisión y, a partir de determinado momento, podían ser negociados de manera independiente de los bonos principales.

que han impactado en el cumplimiento de la deuda reestructurada, como los litigantes en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”.⁴⁷

La incertidumbre y la falta de una solución definitiva generan, por un lado, un daño al deudor que se traduce en la demora en su camino a la rehabilitación financiera y, por otro lado, un daño a una parte significativa de acreedores a través de la potencial puesta en riesgo de la deuda reestructurada.

4. *¿Por qué es deseable un procedimiento de acción colectiva?*

Desde el enfoque del análisis económico del derecho,⁴⁸ la acción colectiva de los acreedores en cualquiera de sus dos versiones bajo análisis (tanto la prevista bajo la regulación para deudores privados –leyes de concursos y quiebras– como la incorporada contractualmente en los bonos soberanos –bajo una cláusula de acción colectiva–) es vista como un procedimiento en el que obligar a mantener actitudes cooperativas entre los acreedores es eficiente.

Mediante estos mecanismos se prevé la reunión de acreedores como un prerrequisito para adoptar cualquier decisión relacionada con sus créditos frente al deudor. Así, la junta obligatoria de acreedores puede ser entendida como un medio de reducir los costos de transacción involucrados en estos procesos de recuperación de créditos, ya que las negociaciones individuales entre los acreedores y el deudor serían mucho más difíciles e implicarían mayores costos. Máxime considerando el contexto complejo en el que opera la deuda soberana. Aun cuando estos procesos no garantizan un acuerdo *a priori* (dado que dependerá, en el caso concreto, de que se reúnan las mayorías requeridas para la toma de decisiones), los costos de transacción se reducen sustancialmente.

El objetivo del procedimiento de acción colectiva es, entonces, la cooperación de las partes entre sí con el fin de evitar los mayores costos proce-

47. Ver Capítulo II.E.

48. En los últimos treinta años han surgido estudios sobre la economía de los procedimientos de concursos y quiebras que demuestran que detrás de los tecnicismos de la regulación legal hay un racional económico subyacente (ver Cabrillo, Francisco & Ben W. F. Depoorter, “Bankruptcy Proceedings”, *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, p. 261).

sales que se generarían si cada acreedor pretendiera iniciar una ejecución individual para cobrar su crédito. Como contrapartida, los costos sociales aumentarían si cada acreedor litigara individualmente para obtener el mayor porcentaje posible de su crédito. Si no existieran reglas que regulen estos procesos colectivos, los acreedores adoptarían estrategias no cooperativas que darían el mismo resultado que se genera en el dilema del prisionero:⁴⁹ cada acreedor tendrá incentivos a litigar por su cuenta para recuperar la máxima cantidad posible de su crédito. Sin embargo, la estrategia no cooperativa, en donde cada uno persigue su propio interés, no es la eficiente. Si, en cambio, adoptaran la estrategia cooperativa, todos obtendrían un beneficio mayor.⁵⁰

En consecuencia, desde la perspectiva económica, se considera eficiente contar con procedimientos de acción colectiva de acreedores que regulen el curso de acción a seguir en caso de *default* del deudor a los fines de lograr el mejor resultado con el menor costo social posible. En el Capítulo III se analiza cuál de las dos alternativas concretas en discusión resulta más eficiente.

c. El problema de la litigación *holdout*

El segundo problema está íntimamente relacionado con el anterior. La ausencia de un procedimiento de acción colectiva deriva en el problema del acreedor litigante o *holdout*: el acreedor que opta por no entrar en la reestructuración y recurre a un tribunal extranjero en procura del cobro de la

49. En términos de la teoría de juegos, podemos plantear la quiebra como un dilema del prisionero: si se obliga a los acreedores a actuar en forma conjunta, se reducen los costos y así se genera un beneficio mayor para todos, dado que la existencia de costos de transacción hace que la toma de decisión colectiva sea un posible modelo para solucionar este tipo de problemas (para un desarrollo sobre la aplicación de la teoría de juegos como justificación de la ley de quiebras, ver Picker, Randall C., “An Introduction to Game Theory and the Law”, *Coase-Sandor Institute for Law & Economics*, Working Paper N. 22, 1994, p. 19).

50. Para una aplicación del dilema del prisionero a un procedimiento de acción colectiva en términos prácticos, ver Ranieri, Agustina M., *Default y después: Argentina, reestructuración y holdouts desde la perspectiva del Análisis Económico del Derecho*, 2013 (en publicación) (Capítulo 5: “La acción colectiva de los acreedores desde la perspectiva del análisis económico del derecho y la teoría de juegos”).

totalidad de su crédito, por oposición al resto de los acreedores que aceptan la reestructuración que implica una quita, una espera o ambas con respecto a la deuda original.

1. *Los datos: demandas contra soberanos en default en aumento*

La probabilidad de que un bonista elija litigar en vez de entrar en la reestructuración existe, entonces, debido a un encuentro de cuatro factores principales: (i) la ausencia de un procedimiento de acción colectiva que lo obligue a aceptarla, aun contra su voluntad; (ii) el cambio legislativo operado en Estados Unidos e Inglaterra a fines de la década de 1970 mediante la adopción de la teoría de la inmunidad restringida, que creó la posibilidad de demandar al Estado soberano ante un tribunal extranjero a cuya jurisdicción se sometió; (iii) el cambio operado en el mercado de deuda soberana, que implicó el paso de un acreedor concentrado (bancos) a una heterogeneidad de acreedores dispersos en distintos mercados (bonistas); y (iv) la interpretación judicial favorable a los acreedores basada en la cláusula *pari passu*, que funciona como precedente para otros bonistas.⁵¹ Esta conjunción de factores marcó el inicio de la era de litigación *holdout*, que tiende a aumentar.

En efecto, los estudios muestran un incremento drástico de los litigios contra los deudores soberanos, principalmente en los últimos años.⁵² Sus resultados indican las siguientes tendencias: (i) aumento significativo en la probabilidad de litigación, dado por un notable incremento en el número de casos; (ii) aumento en los costos del litigio, debido a un aumento en la duración los procesos judiciales (cuyo promedio es de seis años); y (iii) el 90% de los demandantes son fondos de cobertura durante el período 2000-2010 (mientras que durante la década de los 80 y 90 lo eran los bancos).⁵³

51. Este último factor se analiza en detalle en el siguiente punto 3 del presente capítulo. Los restantes factores han sido analizados en el Capítulo anterior (II.A).

52. Para un estudio econométrico sobre las distintas fases de la litigación *holdout* y el aumento operado desde 1976 en adelante en el territorio de los Estados Unidos, ver Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013.

53. Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, pp. 2-3.

2. ¿Por qué litigar?

Para explicar los resultados empíricos del punto anterior es pertinente hacernos la pregunta de la microeconomía: ¿qué incentivos tiene un acreedor para demandar a un Estado en *default* tendiente a cobrar la totalidad del monto adeudado bajo sus bonos? ¿Qué maximiza el acreedor *holdout*?

Desde la perspectiva del análisis económico del derecho, todo litigio es visto como un problema de costos. El modelo económico de un juicio está determinado por el beneficio esperado: una persona va a demandar si el costo de la demanda es menor al beneficio esperado.⁵⁴ El beneficio esperado de la demanda incluye: (i) el monto total del juicio si se obtiene una sentencia favorable, multiplicado por la probabilidad esperada de éxito; (ii) el valor de recuperación que quedará en caso de sentencia desfavorable, multiplicado por la probabilidad esperada de fracaso; y (iii) los costos asociados al litigio, que son independientes del resultado (tasa de justicia, honorarios de abogados, honorarios de peritos o expertos y costas procesales). Por lo tanto, la idea subyacente del modelo económico del litigio radica en que un acreedor sólo demandará al deudor soberano si el valor esperado de la demanda excede el valor de no hacerlo.⁵⁵

En el caso concreto del acreedor *holdout*, su percepción y su cálculo de beneficio esperado en el escenario del litigio (cuya base es el cobro total de la deuda) supera los costos y los beneficios a obtener bajo el escenario de ingresar en la reestructuración. Bajo ese panorama concreto y estimación de alternativas, deciden demandar.

Si bien en las reestructuraciones de deuda el acreedor que acepta el canje es la regla (pensemos en el caso argentino, con un 93% de aceptación) y las demandas siguen siendo la excepción, lo cierto es que por residual y pequeña que sea la proporción de litigantes tiene la virtualidad suficiente para poner en peligro la reestructuración.⁵⁶

Por lo tanto, para minimizar el riesgo de litigación *holdout*, lo esencial son los incentivos: el Estado tiene que dar los incentivos suficientes para que

54. Shavell, Steven, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 2004, p. 390.

55. Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 13.

56. Ver Capítulo II.E.

los acreedores acepten las nuevas condiciones y aprueben la reestructuración, y dar los desincentivos necesarios para disuadirlos de litigar. El Estado tendrá, entonces, que diseñar su propio esquema de palo y zanahoria.⁵⁷

3. *La estrategia del acreedor litigante: cláusula pari passu*

El argumento de los acreedores litigantes se basa en que las obligaciones subyacentes a los bonos declarados en *default* por el deudor soberano permanecen válidas. Según su postura, la suspensión o el diferimiento de los pagos bajo sus bonos soberanos se implementan mediante la legislación interna del país emisor, que es –por lo tanto– ajena a la legislación que rigen los bonos en cuestión. En el caso argentino, el *default* de la deuda externa con motivo de la grave crisis que estalló a fines del año 2001, se implementó mediante el Decreto 256/2002 y la Resolución 73/2002 del Ministerio de Economía.⁵⁸ Se dispuso el diferimiento de los pagos de los servicios de la deuda pública del Estado Nacional hasta el 31 de diciembre de 2002 o hasta que se complete el proceso de refinanciación.⁵⁹

57. Por un desarrollo de los incentivos que el Estado debe crear en sus acreedores, ver: Buchheit, Lee & Elena Daly, “Minimising Hold Out Creditors: Carrots”, en *Sovereign Debt Management*, 2014a, pp. 3-13, Oxford University Press. En el caso de la reestructuración de deuda de la República Argentina, además del incentivo dado por las condiciones financieras de los bonos, para lograr que los acreedores ingresen en el canje, el Congreso de la Nación sancionó la Ley 26.017 o “Ley Cerrojo”, que prohíbe al Poder Ejecutivo reabrir el proceso de canje en el futuro y efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos en *default* (artículos 2 y 3 de la Ley 26.017, sancionada el 9/2/2005). El canje del año 2010 se llevó a cabo mediante la Ley 26.547 (sancionada el 18/11/2009) que suspendió la vigencia de los mencionados artículos de la Ley Cerrojo para permitir la reapertura del canje anterior hasta tanto finalice el segundo canje.

58. Dichas normas declararon “la escasez de recursos con que cuenta el Tesoro Nacional, motivo por el cual, corresponde llevar a cabo un proceso de reprogramación de las obligaciones y pago de la deuda del Gobierno Nacional” y la necesidad de “determinar aquellos pagos que seguirán siendo atendidos por razones de extrema necesidad personal de los deudores y por otro lado aquellas deudas en las que pueda esperarse de ciertos acreedores apoyo financiero para superar la grave situación económica y social que atraviesa el país” (considerandos del Decreto 256/2002 del Poder Ejecutivo Nacional, del 6/2/2002; y de la Resolución 73/2002 del Ministerio de Economía, del 25/4/2002, respectivamente).

59. Mediante las leyes de presupuesto de los años subsiguientes se dispuso el diferimiento del pago de las obligaciones bajo los bonos de deuda pública nacional allí iden-

Teniendo en cuenta lo anterior, dado que los acreedores inician su demanda ante un tribunal extranjero, con bonos regidos por ley extranjera, entonces su pretensión se basa en su derecho a cobrar el cien por cien de su crédito de acuerdo con los términos contractuales de sus bonos y con la legislación a la que se someten. Desde fines de la década de 1990, la cláusula relevante sobre la cual los acreedores litigantes edifican su pretensión es la cláusula *pari passu* o de trato igualitario. Según se analiza más adelante, en los hechos, los créditos por deuda soberana en mora resultan muy difíciles de cobrar,⁶⁰ y fue a partir de la estrategia legal basada en esta cláusula que los acreedores generaron un mecanismo para presionar a los Estados a pagar.

El primer antecedente en el que un acreedor hizo valer su novedosa interpretación de la cláusula *pari passu* fue en el año 2000 en el marco del caso “Elliot v. Republic of Peru”,⁶¹ que también tramitó ante la justicia estadounidense. Hasta ese momento, era una cláusula estándar incluida en todos los contratos de deuda soberana, a la que no se le prestaba particular atención y no era invocada de manera específica por los acreedores litigantes en el marco de los juicios por el cobro de deuda soberana en *default*.

Era y continúa siendo práctica habitual que los Estados incluyan esta cláusula como parte de los términos y condiciones de sus préstamos: figura tanto en la deuda tomada de bancos comerciales como en la deuda emitida en bonos.⁶² Si bien es una cláusula estándar de uso histórico, algunos autores consideran que no hay acuerdo acerca de su significado en el marco de contratos de deuda soberana.⁶³ Por el contrario, en el marco de contratos

tificados (entre los cuales figuran los bonos en litigio en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*”).

60. Ver puntos D y E del presente Capítulo.

61. Para un análisis detallado del caso peruano, ver Montegudo, Manuel, “Peru’s Experience in Sovereign Debt Management and Litigation: Some Lessons for the Legal Approach to Sovereign Indebtedness”, 73 *Law and Contemporary Problems*, 2010, pp. 201-214.

62. Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 8.

63. Gulati, Mitu & Kenneth N. Klee, “Sovereign Piracy”, 56 *The Business Lawyer*, 2001, p. 646 (“[n]adie parece estar muy seguro de lo que realmente significa la cláusula, al menos en el contexto de un préstamo a un Estado”); Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 8 (“[l]a cláusula *pari passu* es una cláusula estándar incorporada en la mayoría de los contratos de deuda soberana, aun cuando su

de bonos corporativos, hay consenso en que la cláusula está destinada a asegurar el tratamiento igualitario de los acreedores en caso de quiebra y liquidación de los bienes del deudor. Pero como esta situación no se da en un contexto de deuda soberana, la interpretación de la cláusula se encuentra debatida.⁶⁴ La falta de acuerdo en relación a la interpretación de la cláusula quedó en evidencia tanto en la discusión que se generó a partir del caso peruano⁶⁵ como en el fallo de cámara dictado en el marco del caso argentino.⁶⁶

Existen dos posturas acerca de la interpretación de la cláusula *pari passu* en el marco de contratos soberanos. Para algunos, la cláusula tiene por objeto brindar protección a los acreedores contra la subordinación legal, dado que el deudor soberano se compromete a no tener ni crear en el futuro una clase de acreedores cuyos créditos tengan un rango superior a los bonos objeto del contrato, en caso de cesación de pagos. Según esta postura, en el contexto de préstamos soberanos se pretende asegurar al acreedor que su préstamo tiene el mismo rango sólo en relación al resto de los acreedores de deuda externa.⁶⁷ Sin embargo, para otros autores, la cláusula tiene otro significado que excede al anterior: según esta segunda postura, permite a cada acreedor “compartir” en términos iguales y proporcionales junto con el resto de acreedores de deuda externa, de manera tal que si el soberano paga intereses a sus acreedores de deuda reestructurada, está obligado a hacer un “pago proporcional” a cualquier otro acreedor de deuda soberana que esté cubierta por una cláusula *pari passu*.⁶⁸ La

significado no está claro”); Weidemaier, W. Mark C. & Anna Gelper, op. cit., 2014, nota al pie N°29 (“[l]a cláusula *pari passu* ha atraído un amplio escrutinio a través de los años, que en gran medida se focalizó en la incertidumbre de sus orígenes y el significado de dicha cláusula”), entre otros autores.

64. Gulati, G. Mitu & Robert E. Scott, *The Three and a Half Minute Transaction: Boilerplate and the Limits of Contract Design*, University of Chicago Press, 2011.

65. Monteagudo, Manuel, op. cit., 2010, p. 209.

66. Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, sentencia del 26 de octubre de 2012 dictada en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*”.

67. Buchheit, Lee C., “How to negotiate eurocurrency loan agreements”, *International Financial Law Review*, London, 1995, pp. 77-78.

68. Declaración del Profesor Andreas F. Lowenfeld del 31 de agosto de 2000 presentada en el marco del caso “*Elliot v. Republic of Peru*”, citada por Monteagudo, Manuel, op. cit., 2010, p. 209.

segunda postura ha sido criticada por los defensores de la primera, quienes consideran que, si se llevara a situaciones extremas, la teoría del pago proporcional tornaría imposible realizar un pago completo a cualquier otro acreedor del soberano si una deuda *pari passu* se encuentra en *default*.⁶⁹

En el caso peruano, el fondo de cobertura demandante, acreedor de deuda soberana de Perú en *default* que había rechazado ingresar en la reestructuración, hizo su planteo en los términos de la segunda postura. Elliot argumentó que la cláusula *pari passu* incluida en los préstamos prohibía a Perú pagar a sus acreedores reestructurados si no les pagaban a ellos, antes o en simultáneo. Mediante esta estrategia, el acreedor obtuvo una sentencia favorable, y buscó ejecutar la sentencia en múltiples jurisdicciones para impedir que Perú realice el pago de intereses a los tenedores de su deuda reestructurada. Frente a la disyuntiva de caer en *default* bajo sus bonos reestructurados, Perú llegó a un acuerdo con los demandantes y les pagó la totalidad del monto reclamado antes de que la medida tuviera efecto, previo al inminente vencimiento de la cuota de intereses de la deuda reestructurada.⁷⁰

La misma estrategia fue utilizada por el fondo NML al demandar a la República Argentina ante los tribunales de Nueva York. Su pretensión principal consistió en que la cláusula *pari passu* o de trato equitativo prevista en los bonos de su titularidad emitidos en el año 1994 obligaba a la Argentina a pagarles a ellos si la Argentina realizaba pagos bajo los bonos canjeados en 2005 y 2010. La cláusula *pari passu* incluida en los bonos objeto del juicio prevé lo siguiente: “[l]os Bonos constituirán [...] obligaciones directas, incondicionales, no privilegiadas y no subordinadas de la República y gozarán en todo momento del rango *pari passu* y no existirá ningún privilegio entre ellas. El pago de las obligaciones de la República bajo los Bonos tendrá en todo momento el mismo rango que todo el resto de la deuda externa presente y futura no privilegiada y no subordinada [...]”.⁷¹ Así, sostuvieron que la Argentina incumplió

69. Buchheit, Lee C. & Jeremiah s. Pam, “The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, 53 *Emory Law Journal*, 2004, p. 886.

70. Ver Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 8; y Montegudo, Manuel, op. cit., 2010, p. 208.

71. Párrafo 1(c) del Contrato de Agencia Fiscal (*Fiscal Agency Agreement*) celebrado entre la República Argentina y Bankers Trust Company (como Agente Fiscal), del 19 de

el contrato al realizar pagos a los bonistas reestructurados sin pagarles a ellos, y solicitaron una medida cautelar tendiente a obligar al país al cumplimiento específico de lo previsto en dicha cláusula.

El juez de primera instancia hizo lugar al reclamo de los demandantes y ordenó que cada vez que la Argentina hiciera un pago bajo los bonos de la reestructuración, la Argentina debía hacer un “pago proporcional” (*rateable payment*) a los demandantes. La Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Estados Unidos confirmó la decisión.⁷² En su fallo, la Cámara interpretó que se debían considerar conjuntamente las dos oraciones de la cláusula *pari passu* de los bonos objeto del juicio, y concluyó que en el contrato se manifestaba la intención de proteger a los tenedores de dichos bonos de algo más que una subordinación formal. La Cámara consideró que la primera oración de la cláusula (“[l]os Bonos constituirán [...] obligaciones directas, incondicionales, no privilegiadas y no subordinadas”) prohíbe a la Argentina, como “emisor” de bonos, subordinar formalmente los bonos por medio de la emisión de otras deudas de rango superior; mientras que la segunda oración (“[e]l pago de las obligaciones de la República bajo los Bonos tendrá en todo momento el mismo rango que todo el resto de la deuda externa presente y futura no privilegiada y no subordinada”) prohíbe a la Argentina, como “pagador” de bonos, pagar otros bonos excluyendo del pago a

octubre de 1994, disponible en: <http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials> (consultado el 26 de marzo de 2015).

72. Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, sentencia del 26 de octubre de 2012 dictada en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*”. Sin embargo, remitió el caso nuevamente al juez Griesa para que aclare cómo debe operar la fórmula de pago proporcional. El otro aspecto que la Cámara sometió a la decisión del juez Griesa fue el alcance de la aplicación de las medidas cautelares a terceros y a los bancos intermediarios (p. 29). La fórmula de pago del juez Griesa figura en su sentencia del 21 de noviembre de 2012. En su fallo del 23 de agosto de 2013, la Cámara confirmó la sentencia del juez Griesa y su fórmula de pago proporcional: si la Argentina paga el 100% de los montos debidos bajo los bonos canjeados, también debe pagar a los demandantes el 100% del monto debido a ellos bajo sus bonos en *default*. Esto implica que, tal como en el caso de Perú, para pagar cualquier cuota de intereses adeudada bajo los bonos reestructurados, la Argentina estaría obligada a pagar simultáneamente la totalidad de los US\$1.300 millones de capital e intereses que reclaman los demandantes bajo sus bonos en *default* (ver Beller, Ricardo W. & Agustina Ranieri, “The *pari passu* clause as applied in Argentine sovereign bonds litigation”, *Financier Worldwide*, N°123, 2013, p. 47).

los bonos objeto del juicio. Es así como –según la Cámara– las dos oraciones de la cláusula brindan protección contra diferentes formas de discriminación: la emisión de otras deudas con rango superior (primera oración) y el otorgamiento de prioridad a otras obligaciones de pago (segunda oración).⁷³

La medida cautelar dictada en el marco de este caso que obligó a la Argentina a pagar a los demandantes en los términos de la cláusula *pari passu* –según la interpretación de los tribunales de Nueva York– estuvo en suspenso hasta que se hizo efectiva a partir del 16 de junio de 2014, cuando la Corte Suprema de Estados Unidos rechazó el pedido de *certiorari* de la Argentina para revisar el fallo. Esta medida irradió sus efectos sobre los pagos adeudados bajo los bonos reestructurados, problema que se analizará en el punto E de este Capítulo.

d. El problema de la ejecución

A partir de lo que está ocurriendo en el presente en el marco de los litigios por deuda soberana, la literatura describe la fase actual de evolución como la etapa de “caza de activos”.⁷⁴ Esta etapa se caracteriza por el hecho de que la obtención por parte de los acreedores de una sentencia favorable basada en su interpretación de la cláusula *pari passu* no es suficiente para poder cobrar: así comienza una lucha por encontrar y ejecutar bienes del soberano, destinada a cazar activos. Si se observan los juicios argentinos actualmente en trámite ante los tribunales de Estados Unidos, hasta ahora, a pesar de sus varios intentos por encontrar, embargar y ejecutar bienes que les permitan cobrar, los demandantes no han tenido éxito. Por el contrario,

73. Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, sentencia del 26 de octubre de 2012 sentencia del 26 de octubre de 2012 dictada en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*”.

74. Ver Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 8. Los autores consideran que existen tres fases en la evolución de la litigación *holdout*: (i) una primera fase de erosión de la inmunidad soberana, dada por la posibilidad de demandar a los Estados a partir del cambio legislativo implementado por la *Foreign Sovereign Immunities Act* de 1976; (ii) una segunda fase, iniciada a partir de la década de 1990, caracterizada por la entrada de los fondos de cobertura, con estrategias propias; y (iii) una tercera y actual fase, iniciada en los años 2000, a la que denominan la etapa de la “caza de activos” (pp. 6-7).

su único triunfo reciente en términos prácticos, luego de la obtención de la sentencia favorable sobre el fondo, está dado por haber logrado medidas cautelares con el poder de afectar el normal cumplimiento de la deuda reestructurada, problema que se trata aparte en el siguiente punto del presente Capítulo.

1. *La batalla pasa de la inmunidad de jurisdicción a la inmunidad de ejecución*

Si el primer paso del litigante *holdout* es obtener una sentencia que le dé derecho a cobrar la totalidad de su crédito bajo los bonos en *default*, el segundo paso es ejecutarla. Ante las dificultades de lograr el cobro efectivo, se observa un cambio de eje: el problema para el acreedor díscolo ya no se centra en sortear la inmunidad de jurisdicción del deudor soberano –ámbito en el que resultó exitoso–, sino que su principal objetivo es encontrar una manera de sortear la inmunidad de ejecución para poder cobrar.

Según las decisiones recientes de los tribunales de los Estados Unidos, foro usual al que se someten estos temas y principal país de estudio,⁷⁵ los activos del soberano son sólo embargables si se cumplen los siguientes requisitos: (i) que estén ubicados en el territorio de los Estados Unidos; (ii) que sean utilizados para fines comerciales y (iii) que el soberano haya renunciado a la inmunidad de ejecución. Esta sería la aplicación por parte de los tribunales de lo dispuesto en la legislación estadounidense en relación a las excepciones a la inmunidad de embargo y ejecución de los bienes de un Estado extranjero.⁷⁶

La experiencia hasta el presente demuestra que existe una dificultad práctica de ejecutar una sentencia mediante el embargo y ejecución de los activos del soberano.⁷⁷ Los autores coinciden en que la obtención de una sentencia favorable es sólo la mitad de la batalla, ya que un litigante exitoso

75. Para un desarrollo comprensivo de la inmunidad soberana en el marco de la deuda soberana, ver Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014.

76. Párrafo 1610 (a) 1 de la Ley de Inmunidad Soberana Extranjera de Estados Unidos (*Foreign Sovereign Immunities Act of 1976*). Ver también Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014, p. 79.

77. Si bien existen casos de embargo y ejecución de bienes de Estados por reclamos de deuda soberana en un país extranjero, no suelen ser la regla.

deberá ejecutar dicha sentencia.⁷⁸ Esta circunstancia deriva en una cierta debilidad de los derechos litigiosos de los *holdouts* en tanto incentivo para lograr que los Estados paguen sus deudas, tornándolos irrelevantes. Sin embargo, las últimas decisiones recaídas en el juicio contra la Argentina nos demuestran lo contrario: si bien la ejecución de los bienes del Estado no les fue posible hasta hoy, los *holdouts* han encontrado la forma de interferir en los pagos a los acreedores reestructurados mediante una orden judicial.

2. Mitigación del problema de acción colectiva

La dificultad de ejecutar los bienes del Estado se traduce, en los hechos, en la existencia de una inmunidad de ejecución “práctica”, aun cuando el Estado haya renunciado a dicha inmunidad en el contrato de préstamo. Ello parece haber ayudado a mitigar los efectos nocivos de la acción colectiva y de la litigación *holdout* para el deudor soberano.

En los hechos, el acreedor *holdout* con sentencia favorable iniciará su intento de ejecución. Un deudor soberano suele tener bienes en el extranjero y en su propio país. Con respecto a los bienes situados en el extranjero, los litigantes deben atender a la legislación de inmunidad de cada país donde pretendan embargar y eventualmente ejecutar un determinado bien. Como hemos visto, las legislaciones permiten de manera restrictiva el embargo de los bienes de un Estado extranjero. Esto hace que ejecutar una sentencia en el extranjero sea problemático porque suele haber muy pocos bienes de un soberano situados físicamente fuera de sus fronteras que puedan ser objeto de embargo.⁷⁹ Además, el Estado tendrá incentivos a proteger sus bienes para evitar que caigan en manos de los acreedores, sacándolos de la jurisdicción donde se sustancian los juicios.⁸⁰ Con respecto a los bienes situados en el propio país, los Estados pueden modificar su legislación de manera

78. Así opinan Weidemaier, W. Mark C., “Sovereign Immunity and Sovereign Debt”, *University of Illinois Law Review*, Vol. 1, 2014, p. 80; Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, op. cit., 2013, p. 8; y Buchheit, Lee & Mitu Gulati, “Responsible Sovereign Lending and Borrowing”, *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)*, Discussion Paper No. 198, 2010, p. 73.

79. Gelpern, Anna, op. cit., 2013, p. 1116.

80. Weidemaier, W. Mark C., op. cit., 2014, p. 89; y Weidemaier, W. Mark C. & Anna Gelpern, op. cit., 2014, p. 23.

tal que se prohíba la ejecución de la sentencia extranjera para proteger a los acreedores que sí decidieron entrar en la reestructuración, de manera tal que los tribunales repelan los intentos de ejecución con fundamento en estas normas en los casos concretos que se le presenten.

Si consideramos el caso argentino bajo análisis, los acreedores *holdout* con sentencias favorables de los tribunales de Estados Unidos intentaron embargar las reservas del Banco Central de la República Argentina en dicho país (invocando la teoría del *alter ego*), el avión presidencial en Alemania, y una embarcación militar en Ghana, entre otros intentos.⁸¹ Ninguno de ellos resultó fructífero. Algunos acreedores también intentaron ejecutar sus sentencias extranjeras aquí en la Argentina, mediante el procedimiento de *exequatur*. En dos fallos del año 2014,⁸² la Corte Suprema de Justicia de la Nación rechazó los pedidos de ejecución de sentencias dictadas en los Estados Unidos por considerar que violaban principios de orden público del derecho argentino, ya que el diferimiento de los pagos de los títulos en *default* de los cuales los demandantes eran titulares formó parte de las medidas de emergencia tomadas como consecuencia de la grave crisis económica ocurrida en el país a fines de 2001. La Corte consideró que admitir el *exequatur* implicaría convalidar que el acreedor eluda el proceso de reestructuración dispuesto por el Estado argentino. Por lo tanto, los intentos de ejecución en territorio argentino tampoco prosperaron.

Desde el punto de vista de los incentivos, la dificultad de ejecución funcionaría como factor de disuasión a iniciar reclamos judiciales por parte de acreedores *holdouts*, dado que la búsqueda y el intento de embargo de bienes del soberano requieren recursos económicos y tiempo, y aun así suelen fracasar. Como contracara, se tornaría como un incentivo a los acreedores para entrar en la reestructuración, dado que –en este contexto– las probabilidades de cobro judicial son prácticamente nulas.

81. Gelpern, Anna, op. cit., 2013, p. 1117.

82. CSJN, “*Claren Corporation c/ Estado Nacional (Artículos 517/518 CPCC Exequá-tur) s/ Varios*” (sentencia del 6 de marzo de 2014) y “*Crostelli, Fernando y otros c/ EN - Ministerio de Economía (arts. 517/518 CPCC exequá-tur) (BNNY) s/ varios*” (sentencia del 6 de marzo de 2014).

e. *El problema de la afectación de la deuda reestructurada*

1. *¿El fin de la irrelevancia práctica de las sentencias judiciales?*

Cuando parecía que los problemas del acreedor para ejecutar la sentencia habían mitigado los problemas de la acción colectiva para el soberano, el novedoso problema de la afectación de la deuda reestructurada parece mitigar ahora el problema de la ejecución de la sentencia para el acreedor.

Las últimas decisiones de la justicia de Nueva York en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina” sugieren que los jueces pueden desarrollar remedios efectivos a través de novedosas medidas dirigidas no sobre los bienes del soberano (como podría ser el embargo de activos), sino sobre los sujetos: el deudor y los terceros que intervienen en la cadena de pagos de los bonos reestructurados. A contramano de la irrelevancia práctica de las sentencias judiciales descrita en el acápite anterior, los últimos desarrollos en el caso argentino abrieron una puerta hasta ahora desconocida en el ámbito de la litigación *holdout*, con virtualidad de lograr un impacto significativo en la situación del Estado deudor.

En efecto, la resolución del juez Griesa⁸³ que fue confirmada por la Cámara de Apelaciones⁸⁴ y devino efectiva a partir del rechazo de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos del pedido de *certiorari*,⁸⁵ prohibió a la Argentina pagar a los bonistas reestructurados si antes no le pagaba a los demandantes la totalidad de su crédito bajo los bonos en *default*. Como se mencionó anteriormente, esta fórmula de pago deriva de una interpretación de la cláusula *pari passu*. En la práctica, la orden judicial (*injunction*) impactó en los pagos debidos por la Argentina bajo

83. Juzgado de Distrito (juez Thomas P. Griesa), decisión de fecha 23 de febrero de 2012 dictada en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”.

84. Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York, decisión de fecha 16 de octubre de 2012 dictada en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”. La Cámara resolvió otorgar un efecto suspensivo a su sentencia (*stay*) hasta tanto se resolviera el pedido de *certiorari* de la República Argentina presentado ante la Corte Suprema de los Estados Unidos para revertir la sentencia.

85. Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, decisión de fecha 16 de junio de 2014 dictada en el caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”.

su deuda reestructurada, dado que –según los términos de la decisión– los intermediarios que participan en la cadena de pagos estarían obligados a cumplir con la sentencia y, por lo tanto, no podrían cooperar con la Argentina bajo apercibimiento de encontrarse en violación de la orden judicial. En consecuencia, algunos pagos fueron congelados por orden judicial y hasta el presente no habían sido recibidos por ciertos acreedores reestructurados. La Argentina sostuvo ante el juez que la medida podría generarle riesgos de incumplimiento frente a dichos acreedores, y un riesgo potencial frente al resto de los acreedores de los bonos en *default* remanentes que pretenden iniciar un litigio contra la Argentina bajo los mismos fundamentos que los demandantes en este caso.

Hasta el momento, la orden judicial descripta en el párrafo anterior es la victoria más notable de un acreedor obtenida en el marco de un litigio de deuda soberana⁸⁶ y pone de manifiesto la relevancia de las sentencias judiciales en estos casos. Previo a estos acontecimientos, predominaba el escepticismo acerca de la posibilidad cierta de que las sentencias judiciales impacten en la situación del Estado soberano porque no había evidencia de que las acciones de los acreedores litigantes fueran exitosas, ni en relación al embargo de bienes ni en el impacto en los acreedores reestructurados.⁸⁷

2. Una medida que va a los sujetos en vez de ir al objeto

Lo más novedoso de la decisión judicial bajo análisis consiste en que estableció la obligatoriedad de la sentencia no sólo para el deudor –la Argentina– sino también para los terceros involucrados en la cadena de pagos de los bonos reestructurados (esto es, los bancos intermediarios y los agentes de pago y de *clearing* encargados de hacer llegar los pagos a los bonistas que ingresaron en la reestructuración). Dado que la resolución judicial no podía recaer de manera directa sobre los fondos afectados al pago de los bonos reestructurados (es decir, sobre el objeto) por ser inembargables bajo la

86. Weidemaier, W. Mark C & Mitu Gulati, *op. cit.*, 2014b, p. 11.

87. Gelpern, Anna, “A *Skeptic’s Case for Sovereign Bankruptcy*”, *Houston Law Review*, Vol. 50, 2013, pp. 1095-1127. Es importante destacar que esta afirmación corresponde a las acciones tramitadas ante los tribunales de Estados Unidos, mientras que en otras jurisdicciones (por ejemplo, en países de Europa) se ha logrado embargar y ejecutar bienes de Estados soberanos.

legislación estadounidense, la innovación de esta medida está en que recae sobre los sujetos: todos los terceros e intermediarios que intervienen en la cadena de pagos entre la Argentina y los bonistas reestructurados.

La decisión judicial generó, asimismo, una discusión acerca de cuál es el universo de bonos que estarían alcanzados por los efectos de las sentencias relacionadas a la cláusula *pari passu*. En las reestructuraciones de 2005 y 2010, la República Argentina emitió bonos que están denominados en distintas monedas (dólares estadounidenses, euros, yenes y pesos) y se rigen bajo distintas leyes. Los bonos bajo ley argentina están denominados en pesos y en dólares; los bonos bajo ley de Nueva York están denominados en dólares; los bonos bajo ley inglesa están denominados en euros; y los bonos bajo ley de Japón están denominados en yenes. Al 25 de marzo de 2015, los únicos bonos excluidos definitivamente de la orden del juez Griesa eran los denominados en pesos sujetos a la ley argentina. El resto continúa bajo las órdenes del juez y, en algunos casos, los pagos de capital y/o interés han sido autorizados mediante resoluciones que permitieron el pago por única vez. El modo de cumplimiento de la sentencia de fondo aún es materia de negociación de las partes ya que, según lo ordenado por el juez, se debe encontrar una solución que contemple tanto los derechos de los demandantes como los derechos de los acreedores reestructurados. Algunos pagos bajo los bonos reestructurados continúan congelados.

Teniendo en cuenta la magnitud de terceros afectados y la mecánica bajo la que opera, la decisión judicial recaída en el caso argentino es el primer ejemplo de un remedio potente de un acreedor *holdout* contra un deudor soberano,⁸⁸ dado que hasta el presente los intentos por cobrar habían sido inocuos o, en cualquier caso, no habían tenido un impacto tan significativo. Es una alternativa heterodoxa diseñada para presionar al deudor soberano a que pague a los acreedores litigantes, de una manera indirecta y bajo la amenaza a terceros de ser declarados en desacato si actúan “en concertación o participación” con el deudor en el caso de que el país le pague a los bonistas reestructurados sin pagarle a los demandantes. Incluso, una medida planteada en estos términos podría tornar innecesarios los intentos de los acreedores por buscar activos específicos para embargar, dado que

88. Weidemaier, W. Mark C. & Anna Gelpern, “*Injunctions in Sovereign Debt Litigation*”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31, 2014, p. 2.

por su impacto y significancia tiende a ser más eficaz desde el punto de vista del demandante.

III. Las posibles soluciones

Después de diagnosticar los problemas que afectan a la deuda soberana, corresponde analizar qué puede aportar el derecho en relación al diseño de alternativas que mejoren el *statu quo*.

Hemos visto que si se aborda el problema de la acción colectiva, se podrían neutralizar el resto de los males que se derivan a partir de la falta de un proceso que obligue a los acreedores a mantener actitudes cooperativas. La ausencia de un procedimiento que unifique a todos los acreedores para lograr la reestructuración total de la deuda soberana da pie a la posibilidad de que existan acreedores disidentes, lo cual redundaría en un aumento de costos, falta de previsibilidad y potencial afectación de derechos de terceros. Vale recordar que este es un mal que afecta principalmente a los bonos regidos por la ley de Nueva York emitidos antes del año 2003, que le otorgan a cada uno de los bonistas su derecho a no aceptar la reestructuración porque se requiere el consentimiento unánime para la modificación de los términos principales del préstamo. En estos bonos se centra el debate. Existe el riesgo de que un bonista haga uso de aquel derecho, no sólo demorando un acuerdo de reestructuración, sino también actuando *ex post* mediante el inicio de una demanda ante un tribunal extranjero que, en última instancia, terminará afectando a los bonistas que sí entraron en la reestructuración.⁸⁹

En este contexto, una posible solución para neutralizar el problema de base que desencadena el resto sería, entonces, establecer un procedimiento de acción colectiva. La literatura considera que ese procedimiento puede provenir de dos fuentes: del contrato o de un tratado internacional. Hay defensores de una y otra alternativa. A continuación se analiza en qué consiste cada una de ellas, sus ventajas y desventajas.

89. Ver Capítulo II.E.

a. Solución contractual: cláusula de acción colectiva

La primera de las alternativas considerada para dar una solución al problema es la incorporación de las llamadas cláusulas de acción colectiva (CAC) en los términos de todos los bonos soberanos a emitirse en el futuro.⁹⁰ Las CAC permiten establecer *ex ante* cómo proceder en caso de crisis: prevén la reestructuración obligatoria de la deuda si se obtiene la aprobación de una supermayoría de bonistas.⁹¹ Esta cláusula, por lo tanto, limita la capacidad de los bonistas disidentes de amenazar con litigios que tengan potencial impacto en la reestructuración acordada entre el soberano y el resto de los acreedores, por una sencilla razón: estarán obligados a cumplir con la decisión de la mayoría de reestructurar la deuda.

Es una alternativa a implementarse a nivel contractual, que se rige por el derecho privado y, al prescindir de una regulación específica, también se la llama solución “de mercado”,⁹² por oposición a la alternativa que se analiza en el punto siguiente, que requiere de un tratado multilateral de naturaleza obligatoria para los Estados que lo suscriban, a ser regido por el derecho internacional.

Hay un camino recorrido en este sentido. Con respecto a los bonos regidos por ley inglesa, la incorporación de las CACs para permitir la modificación de los términos principales del préstamo y poder reestructurar ha sido una práctica histórica que se mantiene en la actualidad. Sin embargo, para los bonos regidos por ley de Nueva York el uso de estas cláusulas se difunde recién desde principios del siglo XXI. Como hemos visto, fue a partir del cambio operado desde el año 2003 mediante la emisión de bonos soberanos de México regidos por ley de Nueva York, cuyos términos incluyeron una CAC para modificar los términos de la deuda.⁹³ A partir de allí, todos los bonos soberanos bajo dicha ley –a excepción de una ínfima

90. Para una definición de la cláusula de acción colectiva, ver Capítulo II.B.1.

91. Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, op. cit., 2014a, p. 53.

92. Schwarcz, Steven L., op. cit., 2012, p. 103.

93. Ver Capítulo II.B.2. A fines del año 2002, un comité de expertos del G-10 preparó una serie de modelos de CAC para ser implementadas por los países emisores de bonos (ver “*Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*”, disponible en <http://www.bis.org/publ/gten08.pdf>, consultado el 26 de marzo de 2015).

minoría– incluyen una CAC para evitar los males de no tenerla en caso de una situación de crisis.⁹⁴

En la Eurozona se consideró la necesidad de incluir CAC a partir del año 2013 para todos los nuevos bonos a emitirse con vencimiento superior a un año, como parte de las conclusiones arribadas por el Consejo Europeo para responder a la crisis de algunos países de la región.⁹⁵

Las principales ventajas destacadas por quienes abogan por el mecanismo de la CAC como una alternativa más deseable que la regulatoria (como Gelpern, quien se define a sí misma como una escéptica del régimen de quiebra para la deuda soberana),⁹⁶ es que resulta una solución menos intrusiva

94. Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, *op. cit.*, 2014a, p. 69.

95. Conclusiones del Consejo Europeo adoptadas el 24 y 25 de marzo de 2011 en la Ciudad de Bruselas. Entre el conjunto global de medidas discutidas para “responder a la crisis, preservar la estabilidad financiera y establecer los fundamentos de un crecimiento inteligente, sostenible, socialmente integrador y creador de empleo”, se recomendó la siguiente en relación a las cláusulas de acción colectiva para todas las emisiones soberanas de los países de la zona euro: “A partir de julio de 2013 se incluirán cláusulas de acción colectiva (CAC) en todos los *nuevos* valores públicos de la zona del euro con un vencimiento superior a un año. El objetivo de dichas CAC será el de facilitar el acuerdo entre el prestatario soberano y sus acreedores del sector privado en el contexto de la participación del sector privado. [...] Ello implica la utilización de cláusulas idénticas y normalizadas para todos los Estados miembros de la zona del euro, que figuren de forma armonizada en las condiciones de los valores emitidos por los Estados miembros, sobre una base conforme a las CACs utilizadas habitualmente en Nueva York y en el Derecho inglés”, (disponible en http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-11-3_es.htm?locale=FR, consultado el 26 de marzo de 2015). Si bien estas conclusiones del Consejo Europeo no tienen efecto vinculante (porque el organismo no tiene competencias para aprobar legislación), fijan la agenda política de la UE en relación a estos temas.

96. Anna Gelpern podría ser considerada una de las principales defensoras de un mecanismo elegido por el deudor mediante un esquema contractual, antes que un esquema de tratado internacional que replique el régimen de quiebra, por considerar que este régimen no tiene sentido (al existir la solución contractual) y sería muy difícil de implementar (ver Gelpern, Anna, *op. cit.*, 2013, p. 1096; y Gelpern, Anna, *op. cit.*, 2003, p. 20). En el año 1995, esta propuesta había sido introducida por Eichengreen y Portes, quienes sugerían el uso universal de cláusulas que permitan la decisión de una mayoría como el principal dispositivo para combatir los problemas de acción colectiva. Por tal motivo, se los considera los padres de lo que hoy se conoce como el “enfoque contractual” para sobrellevar de manera ordenada una crisis de deuda soberana (ver Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *op. cit.*, 2002, p. 488).

para el Estado dado que es él mismo quien elige la solución *a priori* mediante un esquema contractual, sin tener que someterse a ninguna norma de rango internacional ni, eventualmente, a la autoridad de ningún organismo supranacional que deba ser creado a tales fines.⁹⁷ Además, es una solución más simple de implementar porque no requiere de la celebración de ningún tratado multilateral, con las dificultades y el tiempo que conlleva dicho proceso desde la negociación hasta su entrada en vigencia. Sin embargo, esta es la postura minoritaria.

La mayoría de los autores (Bolton y Skeel, Schwarcz, Schumacher, Weidemaier y Gulati, entre otros)⁹⁸ consideran que las CACs –como herramienta única y exclusiva para solucionar los problemas actuales de la reestructuración– tienen importantes limitaciones, que se analizan en el siguiente punto. Es por ello que, para superar dichas limitaciones y solucionar el problema de manera integradora, la segunda alternativa que se discute es la implementación de un único régimen de reestructuración de deuda mediante un tratado internacional.

b. Solución regulatoria: tratado internacional

1. Limitaciones de las cláusulas de acción colectiva

Las CAC tienen dos limitaciones. La primera limitación radica en que, como hemos visto, las CACs no están incluidas en todos los contratos de préstamo instrumentados mediante bonos soberanos. En consecuencia, existen en la actualidad –aunque en vías de desaparición– resabios de bonos

97. Los que se oponen a la tesis del régimen de quiebras internacional consideran que es de imposible implementación, indeseable o ambas cosas a la vez; y que un cambio en los términos contractuales soluciona el problema (ver Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., “Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured?”, *Emory Law Journal*, Vol. 53, 2004, p. 765, y Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *op. cit.*, 2002, p. 487).

98. Ver Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004; Schwarcz, Steven L., “Idiot’s Guide’ to Sovereign Debt Restructuring”, *Emory Law Journal*, Vol. 53, 2004, pp. 1189-1218; Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, *op. cit.*, 2013; Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, *op. cit.*, 2014a.

con cláusulas que requieren el consentimiento unánime para modificar los términos de pago, es decir, para reestructurar.⁹⁹ Estos bonos sin CAC quedarían sin solución posible porque pesaría sobre el soberano un riesgo latente de litigación *holdout*, salvo que obtenga el acuerdo de la totalidad de los acreedores a su propuesta de reestructuración, lo cual es altamente improbable. Con un solo acreedor disidente que litigue y logre una medida similar a la que obtuvieron los demandantes en el caso argentino, se podría poner en peligro la deuda reestructurada.¹⁰⁰

La segunda limitación de las CACs –y la más difícil de superar– es que, aun cuando todos y cada uno de los contratos de préstamo subyacentes a los bonos incluyeran CAC como parte de sus términos, dichas cláusulas sólo funcionan sobre la base de cada acuerdo. Dado que la cláusula de acción colectiva sólo opera sobre cada bono específico, el deudor deberá negociar su reestructuración con cada grupo de acreedores de cada emisión, mediante un tratamiento “caso por caso”¹⁰¹ según los términos particulares de cada contrato, no pudiendo unir a todos los bonistas en un solo y único procedimiento. Es decir que las cláusulas operan de manera cerrada solamente bono por bono y no alcanzan al resto de los acreedores. Por lo tanto, un deudor soberano debe convencer de manera separada a cada grupo de bonistas a que ingresen en la reestructuración.

Supongamos el caso de un Estado que tiene una multiplicidad de bonos emitidos bajo distintas leyes, mercados, monedas y jurisdicción aplicable, como ocurre habitualmente. Este escenario le genera dificultades significativas para coordinar la negociación con cada grupo de acreedores, porque el fracaso con al menos uno de esos grupos lo convertiría en *holdout* frente al resto. Dado que las CACs operan dentro de las “cuatro esquinas de cada

99. Tal fue el caso de la deuda soberana argentina *pre-default*. En cambio, los bonos emitidos en el marco de las reestructuraciones 2005 y 2010 contienen una cláusula de acción colectiva que permite modificar los términos principales de la deuda mediante la aprobación de una supermayoría del 75% de los acreedores. Ver “Prospectus Supplement” del 10 de enero de 2005 correspondiente a la oferta de bonos regidos por ley de Nueva York, pp. 205-207. Disponible en: http://www.mecon.gov.ar/finanzas/download/us_prospectus_and_prospectus_supplement.pdf (consultado el 26 de marzo de 2015).

100. Ver Capítulo II.E.

101. Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2012, p. 106.

bono” –como expresan Buchheit y Gulati–,¹⁰² no pueden ser usadas para atender los problemas de coordinación existentes entre todos los bonos. En consecuencia, las CACs no posibilitan una reestructuración suficientemente comprensiva en un contexto complejo.¹⁰³

Para superar esta segunda limitación, podría pensarse en una CAC que permita la unificación con los tenedores de otros bonos. Para que funcione, el deudor soberano debería incluir esa CAC en todos y cada uno de los bonos a emitir, bajo una misma redacción, de manera que la unificación sea obligatoria para todos los bonistas en los mismos términos. No sería el primer dispositivo que opere de manera cruzada entre los bonos, tal como ocurre con las tan frecuentes cláusulas que prevén incumplimientos cruzados (*cross default*) y aceleración cruzada (*cross acceleration*) entre los distintos grupos de acreedores frente al deudor, en las que se produce una interconexión entre los contratos de préstamo de un mismo deudor. Incluso podría pensarse en la formación de un comité de acreedores en el que estén representados los distintos grupos de bonistas, a los fines de ordenar y simplificar el procedimiento de toma de decisiones. Esta alternativa requiere el uso de cláusulas modelo que apliquen a todos los bonos a ser emitidos por el mismo soberano porque, de lo contrario, la finalidad unificadora no podría cumplirse. La cláusula –a operar entre los distintos bonos de manera interconectada– debe ser redactada en términos claros e inequívocos para lograr esta finalidad. El objetivo de la cláusula uniforme se logrará en la medida que un soberano pueda imponer sus propios términos al momento de la emisión de deuda nueva. Alternativamente, se podría lograr en la comunidad financiera el uso de cláusulas modelo preparadas por especialistas para ser difundidas alrededor del mundo¹⁰⁴ (tal como recomendó la Unión Europea al sugerir el uso de CACs “idénticas y normalizadas” provenientes de las dos principales jurisdicciones financieras –Reino Unido y Nueva York–). Sin embargo, aun cuando la opción de CAC “cruzada” mejora el escenario, no lograría impedir que ciertos tenedores adquieran posiciones de bloqueo de otras series de bonos, logrando así impedir cualquier reestructuración de deuda de esas series.¹⁰⁵

102. Buchheit, Lee & Mitu Gulati, *op. cit.*, 2004, p. 1344.

103. Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004, p. 773.

104. Gelpern, Anna, *op. cit.*, 2003, p. 20.

105. Ver punto 2 del presente Capítulo.

En este contexto, la solución contractual no sería la óptima porque, si bien la presencia de las cláusulas de acción colectiva en los términos contractuales mitiga el problema con un cierto grado de efectividad, lo sigue arrastrando al no dar una solución que comprenda todos los frentes.¹⁰⁶ Sólo serían adecuadas en un contexto de deuda soberana con una estructura relativamente simple, con poca cantidad de bonos regidos por contratos diferentes y asumiendo un escenario en el que no haya posiciones de bloqueo. Por lo tanto, no serían una solución adecuada para un contexto complejo. Es por ello que, frente a la existencia de complicaciones que hacen a la naturaleza contractual de las opciones propuestas, es pertinente considerar la necesidad de regulación.

2. *La relevancia de la norma jurídica frente a la existencia de costos de transacción*

Los costos de transacción en una negociación pueden impedir la asignación eficiente de los recursos. Desde el punto de vista económico, los problemas de coordinación referidos en el punto anterior recaen bajo la categoría de costos de transacción. La expresión “costos de transacción”, en términos de Coase,¹⁰⁷ se refiere a cualquier tipo de impedimento u obstáculo que lleve a evitar la eficiente reasignación de derechos mediante la negociación de las partes. Una especie de costos de transacción son los “costos de coordinación”, que comprende aquellos costos involucrados en acercar y reunir a todas las partes para iniciar la negociación.¹⁰⁸ En el caso de las

106. Weidemaier y Gulati, y Bolton y Skeel consideran que las cláusulas contractuales de los bonos podrían no contener los términos óptimos; de allí la necesidad de la regulación (ver Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, op. cit., 2014a, p. 84, y Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., 2004, p. 770).

107. Coase, Ronald, “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law and Economics*, Vol. III, 1960, p. 101 (versión traducida al español).

108. Además de los costos de coordinación también se suelen señalar como “costos de transacción” a los costos de negociación (costos involucrados en la implementación del acuerdo, en la consideración de los potenciales riesgos a futuro, en la asimetría de información entre las partes –propios del acuerdo–), y a los costos de supervisión y eficacia del acuerdo (costos de controlar y asegurar que las partes se comportarán de conformidad con el acuerdo alcanzado –posteriores al acuerdo–).

negociaciones destinadas a la reestructuración, hemos visto que los costos son altos.

Estas circunstancias sugieren que los procesos de reestructuración de deuda soberana pueden ser analizados bajo el prisma del teorema de Coase. Mediante la aplicación del teorema al caso bajo análisis,¹⁰⁹ llegaremos a la conclusión de que para lograr la eficiencia económica en las reestructuraciones de deuda, debemos atender a las normas jurídicas. En el caso de la deuda soberana, las normas se implementarían a través de un tratado internacional que recepte la solución óptima.

El teorema de Coase postula que si se da la condición de que los costos de transacción son inexistentes (iguales o cercanos a cero), las partes llegarán a la solución económica eficiente mediante la negociación, independientemente de cuál sea la regla jurídica que resuelva la asignación de los recursos para ese caso. Se ha dicho que un primer resultado del teorema es que la regla jurídica es irrelevante o fútil, dado que si partimos de la premisa de que la negociación entre las partes puede darse en un marco de costos de transacción cero, la negociación puede conseguir que si la asignación del derecho no es la más eficiente se corrija y que, entonces, el uso de los recursos sea el más eficiente para lograr el resultado óptimo, independientemente de lo que el sistema jurídico disponga para ese caso.¹¹⁰ Sin embargo, tal como lo expresa el propio Coase, resulta poco probable que la condición del teorema se de en la realidad porque, en la práctica, negociar involucra costos mayores a cero. Los costos de transacción suelen ser altos, con lo cual –bajo la perspectiva del teorema– partir de esta premisa nos lleva a la consecuencia lógica de que dichos costos serán un impedimento para llegar a la solución eficiente. Y aquí radica la importancia del derecho en tanto mecanismo de asignación de recursos: frente a la existencia de costos de transacción, el derecho es necesario para lograr el resultado eficiente. Por ello debe existir el

109. Una versión preliminar de la aplicación del teorema de Coase a la situación de la reestructuración de la deuda soberana desarrollada en este punto se incluye en Ranieri, Agustina M., *op. cit.*, 2013.

110. Shavell, al explicar el teorema, enseña que en un contexto de costos de transacción cero “el resultado socialmente deseable será alcanzado cualquiera sea el punto de partida de las partes al iniciar la negociación, cualquiera sean sus derechos o, en general, cualquiera sea la norma jurídica que rija el caso. Esto es, la norma jurídica es irrelevante a los fines del resultado” (Shavell, Steven, *op. cit.*, 2004, p. 102, traducción libre al castellano).

sistema jurídico que asigne y proteja derechos subjetivos. La conclusión del teorema es que las normas son las que finalmente establecen la asignación de los recursos.

En una reestructuración de deuda soberana, el gran número de acreedores afectados y su dispersión en distintos grupos ubicados en distintos países, con legislaciones dispares, hacen que los costos de manejar el problema a través de las cláusulas específicas de cada contrato (es decir, sus CACs) sean tan altos que se genera la necesidad de acudir a la regulación. En términos de Coase: ante la existencia de costos de transacción altos, la regulación es relevante y deseable. Ahora bien, el desafío está en que esa regulación recepte la solución óptima.

Luego de analizar los problemas de la deuda soberana y los resultados ineficientes que se han producido en los últimos años, no quedan dudas de que el resultado deseable es la reestructuración ordenada mediante procedimientos de acción colectiva que neutralicen el problema del acreedor *holdout*. Ello evitaría el resto de los problemas que se desencadenan a partir de esta carencia. Hemos visto que la reestructuración se puede llevar a cabo mediante la aplicación de las cláusulas contractuales (CACs) o de un régimen de quiebras internacional.

Al tratar la primera de las soluciones, de fuente contractual, se concluye que es inadecuada porque no resuelve de manera total y comprensiva el problema de la coordinación entre todos los acreedores ni evita el potencial bloqueo de la reestructuración de una determinada serie de bonos mediante la adquisición por parte de un solo acreedor de la porción necesaria para alcanzar la mayoría de los votos requeridos por la CAC –posición de bloqueo– a los fines de impedir el acuerdo y luego convertirse en litigante. En definitiva, la solución contractual resuelve de manera completa el problema de la acción colectiva. Es por ello que resta ahora analizar de qué manera un régimen que regule un proceso de reestructuración para los Estados puede resolver de manera eficiente la totalidad de los problemas.

A los fines de determinar si la solución regulatoria es la óptima para aplicar a la insolvencia soberana, podemos remitirnos a la analogía con el deudor privado y al fundamento económico de la existencia de un régimen de quiebras. Como se señaló anteriormente, el análisis económico del derecho

(modelo de Baird y Jackson)¹¹¹ postula que el régimen de quiebras para las personas de derecho privado es una respuesta al problema de acción colectiva: si no existiera, los acreedores de un deudor se embarcarían en una carrera entre ellos para lograr cobrar sus créditos. Ellos tendrían dos alternativas: (i) inducir al deudor a que pague voluntariamente, o (ii) litigar para lograr el pago. Frente a la falta de pago voluntario, la carrera por el cobro de la deuda y el embargo de los activos mediante acciones individuales de los acreedores genera costos que deberían evitarse. Asimismo, el deudor se tendría que defender en múltiples jurisdicciones frente a todos los intentos judiciales de cobro, lo cual también reduce el monto total disponible para los acreedores como grupo. De acuerdo al modelo, la ley de quiebras es la respuesta a este problema, ya que junta a todos los acreedores bajo un mismo y único procedimiento, asumiendo la ficción de un hipotético acuerdo previo por parte de todos ellos para solucionar el problema en estos términos. Ese acuerdo hipotético de los acreedores para someter y tratar todos los reclamos en un único procedimiento conduce al resultado eficiente, desde el punto de vista del análisis del costo social.

Si se aplicara esta hipótesis al caso de la deuda soberana, se llegaría a la misma conclusión. Para evitar los altos costos que implican los litigios de acreedores disidentes y el impacto de estos últimos en los bonistas que sí aceptaron la reestructuración –como ocurrió en el caso “NML Capital, Ltd. c. Argentina”–, es deseable que exista un régimen jurídico uniforme que junto a todos los acreedores de un soberano bajo un mismo procedimiento para discutir y aprobar los términos de la reestructuración. Este régimen se implementaría mediante un tratado multilateral.¹¹²

3. Hacia un tratado multilateral: defensores y opositores

La deseabilidad de un marco jurídico multilateral que regule los procesos de reestructuración de deuda soberana fue la conclusión a la que llegó la asamblea general de la ONU mediante su resolución recientemente

111. Por un desarrollo del análisis económico de la ley de quiebras, ver Rasmussen, Robert K., “Behavioral Economics and the Economic Analysis of Bankruptcy Law”, *Vanderbilt University Law School*, Working Paper Number 99-15, 2000.

112. Ver Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2012, p. 100; y Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004, p. 818.

aprobada, que tiene por objeto iniciar las negociaciones entre los Estados para establecerlo.¹¹³ Sus fortalezas surgen como contracara de las debilidades de la opción contractual, que han sido descritas en los puntos precedentes.

Si bien este es un primer paso en el camino hacia la regulación, es importante destacar que se trata de una resolución de la asamblea general que no tiene efecto vinculante, especialmente si se considera que hay Estados que se oponen a avanzar con este marco. Entre los grandes opositores que votaron en contra de la resolución se encuentran Estados Unidos, el Reino Unido, Japón, Canadá y Australia, mientras que Francia, Italia y España, entre otros países, se abstuvieron. Estados Unidos se opuso a la resolución invocando el argumento de que un tratado internacional de reestructuración de deuda soberana crearía incertidumbre económica en el mercado. Sin embargo, esta afirmación parece difícil de sustentar si se tiene en cuenta que el marco multilateral puede estar basado en los mismos principios y normas que regulan la reestructuración de deuda privada bajo la ley de quiebras norteamericana, según se analizó en el presente capítulo y al tratar la analogía entre el Estado y un deudor privado.¹¹⁴ Parecería ser que las leyes de quiebras suelen crear más previsibilidad que incertidumbre para resolver contextos de crisis.

Otra de las críticas de los Estados que se oponen radica en que, según ellos, un mecanismo de quiebra soberana les facilitaría a los Estados caer en *default* generando así un problema de riesgo moral¹¹⁵ en el deudor. Según esta perspectiva, un mecanismo que permita la reestructuración generaría

113. Resolución aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas el 9 de septiembre de 2014, *Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana*. El texto de la resolución fue promovido por Bolivia en su calidad de presidente del “G77” más China, y obtuvo 124 votos a favor, 11 en contra y 41 abstenciones. Ver <http://www.un.org/spanish/News/story.asp?NewsID=30403#> (consultado el 26 de marzo de 2015).

114. Ver Capítulo II.A.4.

115. El “riesgo moral” es un término tradicionalmente utilizado en el contexto de los seguros, y es definido como “los esfuerzos deliberados del asegurado para que ocurra el evento asegurado, como ocurre cuando el asegurado por un seguro de vida se suicida” (definición dada por Richard A. Epstein –traducción libre al castellano–, citado por Schwarcz, Steven L., op. cit., 2004, p. 1194).

en el soberano incentivos a colocarse en una situación de insolvencia; pero si –por el contrario– su capacidad de reestructuración se viera limitada, se generarían incentivos al soberano a pagar lo que debe. Hay evidencia que sugiere que estas críticas están sobreestimadas porque los soberanos son reacios a caer en cesación de pagos, y sólo lo hacen como último recurso por temor a las consecuencias reputacionales que ello implica para el caso de que pretenda volver a los mercados financieros internacionales en un futuro.¹¹⁶

La oposición por parte de algunos Estados, especialmente de Estados Unidos y el Reino Unido, es de gran relevancia porque son las principales sedes financieras donde los soberanos suelen emitir sus bonos, y a cuyas leyes y jurisdicciones se someten. Es por ello que particularmente estos dos países tienen un control sustancial sobre la eficacia del tratado,¹¹⁷ lo cual demuestra las dificultades que existen en la actualidad para lograr su efectiva celebración y su posterior relevancia práctica, si ellos resultan no ser partes siendo actores principales en materia de deuda soberana.

4. *¿Cómo y quién debería implementarlo?*

Puertas adentro del enfoque regulatorio hay distintas propuestas y puntos de vista sobre cómo implementar el marco jurídico para la reestructuración de los Estados.¹¹⁸ El debate sobre la implementación no es nuevo,¹¹⁹ sino que surgió a fines de la década de 1970, resurgió luego a mitad de los años 90, después en el año 2001 mediante la propuesta impulsada por el

116. Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004, pp. 765-766.

117. Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 204, p. 1208.

118. La primera referencia sobre la deseabilidad de un procedimiento de quiebra para países es del año 1976. Sin embargo, el primer aporte relevante en esta materia se le atribuye a Chistopher Oeschli en el año 1981, quien propuso hacer una analogía entre la situación de insolvencia soberana con el procedimiento destinado a la rehabilitación financiera para los deudores privados dispuesto por el régimen estadounidense (*Chapter 11*) y así planteó la posibilidad de aplicar sus principios en el nivel internacional (Ver Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *op. cit.*, 2002, p. 473).

119. Por un desarrollo detallado de la evolución de las ideas en materia de procedimientos de quiebra para soberanos desde el año 1976 al 2001, ver Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *op. cit.*, 2002.

Fondo Monetario Internacional a través de Anne Krueger,¹²⁰ y nuevamente durante el año 2014 en la ONU. La presencia espasmódica del tema en el debate internacional en cada oportunidad respondió a las sucesivas situaciones de crisis de deuda soberana. Las propuestas institucionales se han nutrido de las contribuciones del ámbito académico.

Los dos principales aspectos prácticos que se discuten son: cómo se implementará este mecanismo y quién lo hará. En relación a cómo se implementará, se discute si los Estados suscribirán un tratado internacional nuevo o se enmendará uno existente; o si se modificará la ley de quiebras local de Estados Unidos (*Bankruptcy Code*) para que se recepte el mecanismo específico para deudores soberanos de manera tal que los estados que sometan los bonos a su legislación puedan optar por beneficiarse de dicho procedimiento.¹²¹

En cuanto a quién será el encargado monitorear o supervisar los procedimientos que recaigan bajo la órbita de este nuevo marco jurídico, también hay posiciones encontradas. Algunos consideran que debería crearse un organismo nuevo e independiente de los organismos multilaterales existentes, así se garantiza la neutralidad, mientras que otros sugieren que este nuevo mecanismo esté bajo la supervisión de algún organismo internacional existente como el FMI o el Banco Mundial. Otros autores sugieren no designar un organismo específico y, en cambio, someter estos temas a tribunales arbitrales a designarse en cada caso, tal como se hace en los casos ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) en relación a los tratados bilaterales de inversión.¹²² Hay autores que han sugerido un modelo posible de tratado.¹²³

120. En el año 2001, Anne Krueger propuso crear un “Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana” (ver Krueger, Anne, “A New Approach To Sovereign Debt Restructuring”, International Monetary Fund, 2001, disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>, consultado el 26 de marzo de 2015).

121. Sin embargo, el autor que propone esta alternativa (Miller) advierte que podría no proteger a los deudores soberanos de reclamos de acreedores no estadounidenses, y eso podría derivar en problemas jurisdiccionales (ver Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, *op. cit.*, 2002, p. 482).

122. Ver Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2012, p. 119.

123. Por ejemplo, Schwarcz incluyó como anexo de su artículo un modelo de tratado de reestructuración de deuda soberana, donde presenta la alternativa de que la autoridad

5. *Los principios aplicables bajo el derecho internacional: buena fe y transparencia*

La doctrina¹²⁴ considera que el nuevo marco regulatorio multilateral de reestructuración de deuda soberana debería reflejar ciertos principios generales del derecho, que son fuente del derecho internacional según fue reconocido mediante el Estatuto de la Corte Internacional de Justicia.¹²⁵ Se hace hincapié en dos principios: buena fe y transparencia. La pertinencia y aplicabilidad de estos principios en el marco de una reestructuración soberana surge de una interpretación analógica de los principios aplicables a las normas que rigen el procedimiento de quiebra de los deudores privados y de los principios vigentes en los mercados de capitales.

En el contexto de la reestructuración soberana, el principio de buena fe se traduciría, en la práctica, en: (i) el deber del deudor soberano y de los acreedores de participar en las negociaciones una vez que la situación financiera del Estado devino insostenible; (ii) el deber de no obstruir las negociaciones: los acreedores deben abstenerse de iniciar cualquier acción judicial tendiente al cobro del crédito, mientras que el deudor debe abstenerse de repudiar unilateralmente la deuda y de afectar la vigencia de sus obligaciones bajo los términos de los préstamos; y (iii) la prohibición del comportamiento abusivo por parte de un acreedor o grupo de acreedores para obtener un acuerdo preferencial frente al resto.¹²⁶

de supervisión sea el FMI u otra organización multilateral neutral (ver Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2012, pp. 117-120, basado en su propio modelo propuesto en el año 1999 – ver Schwarcz, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach”, *85 Cornell Law Review*, 1999, pp. 956-1034).

124. Para un desarrollo de la aplicación de los principios del derecho internacional en el marco de un tratado multilateral para la reestructuración de deuda soberana, ver Goldmann, Matthias, “Good Faith and Transparency in Sovereign Debt Workouts”, Paper prepared for the Second Session of the UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism, 2014.

125. Artículo 38 del Estatuto de la Corte Internacional de Justicia: “1. La Corte, cuya función es decidir conforme al derecho internacional las controversias que le sean sometidas, deberá aplicar: [...] c. los principios generales de derecho reconocidos por las naciones civilizadas”.

126. Esta variante del principio de la buena fe considera que los acreedores *holdout* que compran deuda soberana en *default* con el propósito de obtener un trato preferencial

El principio de transparencia –entendido como una derivación del principio de la buena fe– es de tradicional aplicación en el ámbito de los mercados financieros y se pone en práctica mediante el deber de informar al público la situación económica del deudor. De este modo, se neutraliza el problema de la asimetría de la información que surge cuando algunos actores del mercado cuentan con más y mejor información que otros, y ello deriva en la asignación ineficiente de los recursos en detrimento del funcionamiento óptimo de dicho mercado. En el contexto de un acuerdo de reestructuración, el deudor soberano deberá informar su situación financiera de acuerdo con los estándares internacionales, así como también las consecuencias del acuerdo; y los acreedores deberán registrar y hacer públicas sus tenencias de deuda soberana.¹²⁷

6. Aspectos del marco regulatorio multilateral

El ámbito en el que hoy se discuten los elementos a ser contemplados en el futuro tratado es la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés). A partir de la aprobación de la resolución de la asamblea general de la ONU sobre este tema se creó un comité *ad hoc* que sesiona mediante reuniones de trabajo.¹²⁸ Los aspectos que están bajo análisis se refieren al ámbito de aplicación del tratado y a la mecánica del procedimiento.

frente al resto de los acreedores actúan de manera abusiva. Para definir si este tipo de compra de deuda califica como “abusiva” se debería considerar: (i) la diferencia entre el precio nominal de la deuda y el precio de mercado al momento de adquisición; (ii) el momento de adquisición; (iii) el volumen comprado, especialmente si es suficiente para bloquear la decisión bajo la cláusula de acción colectiva –de existir–; y (iv) si el acreedor hizo esfuerzos de buena fe por llegar a un acuerdo de reestructuración (ver Goldmann, Matthias, op. cit., 2014, p. 16).

127. Ver Goldmann, Matthias, op. cit., 2014, pp. 17-24.

128. La información actualizada sobre las actividades del grupo de trabajo, los documentos remitidos por los países y los *papers* preparados en este marco están disponibles en <http://www.unctad.info/en/Debt-Portal/> (consultado el 26 de marzo de 2015). Los países y los representantes de la sociedad civil –incluido el sector privado– pueden opinar y remitir sus comentarios al comité, a los fines de elaborar conclusiones sobre las diferentes opciones disponibles para la creación del marco jurídico.

En cuanto al ámbito de aplicación, el tratado obligaría a todos los acreedores de los Estados parte, y también obligaría a los acreedores de un préstamo regido por la ley de un Estado parte porque una vez que un Estado ratifica el tratado, este se convierte en ley interna y pasa a formar parte de ella.¹²⁹ El universo de deuda sujeto al mecanismo de reestructuración incluiría la deuda instrumentada en bonos y excluiría, por lo tanto, la deuda incurrida con otros Estados u organismos multilaterales de crédito y la deuda “interna” (aquella sujeta a ley y jurisdicción locales).

Con respecto a cómo operará en la práctica el proceso de reestructuración bajo el tratado hay varios aspectos a definir. Un primer punto es la iniciación del proceso. Hay cierto consenso en que el mecanismo debería ser voluntario e iniciarse sólo a partir de la solicitud del Estado deudor, principalmente por una cuestión de soberanía: si los acreedores privados pudieran llevar a un Estado a la quiebra, podría ser visto como una interferencia en su autonomía, y hasta podría ser usado de manera estratégica con fines políticos antes que económicos.¹³⁰ Acerca de este aspecto sensible, se ha dicho que pocos Estados se someterían a un tratado bajo el cual los acreedores pudieran forzarlo a una quiebra involuntaria.¹³¹

Una vez iniciado el procedimiento bajo el tratado, el Estado deudor deberá notificar a todos sus acreedores su intención de negociar un acuerdo. Desde el inicio, se suspenderían las acciones litigiosas que hubieran sido iniciadas por acreedores.¹³²

La propuesta de acuerdo del soberano deberá contemplar las distintas clases de acreedores y dar un tratamiento igualitario dentro de cada clase, a los fines de someterla a votación. El proceso concluiría mediante el acuerdo de una mayoría calificada de acreedores,¹³³ o si dentro de un determina-

129. Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2004, pp. 1206-1207 y Schwarcz, Steven L., 1999, pp. 1011-1012.

130. Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004, p. 786. Ver el modelo de tratado sugerido por Schwarcz, en el cual se especifica que “ninguna otra persona o entidad puede presentar un Plan de Reestructuración de Deuda Soberana” (traducción libre al castellano, Schwarcz, Steven L., *op. cit.*, 2004, p. 1216).

131. Schwarcz, Steven L., 1999, p. 982.

132. Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., *op. cit.*, 2004, p. 781.

133. Por ejemplo, el modelo de tratado sugerido por Schwarcz sugiere una mayoría de

do plazo no se llega al acuerdo, con posibilidad de extenderlo mediante el acuerdo de la mayoría. El acuerdo de reestructuración aprobado por la mayoría requerida será obligatorio para todos los acreedores: este es uno de los puntos esenciales del mecanismo sobre el que hay consenso.

Por último, se debería contemplar un mecanismo de resolución de controversias entre los Estados parte en relación con la interpretación y la aplicación del mecanismo previsto bajo el tratado. Se ha sugerido implementar un primer intento de acuerdo a través de negociaciones y, si fracasan, someter la controversia a un tribunal arbitral o a la Corte Internacional de Justicia.¹³⁴

Se están generando los consensos necesarios para avanzar con el marco regulatorio. La implementación es un tema pendiente de resolución que se está discutiendo en el presente. Uno de los desafíos de cara a la instrumentación es lograr que los países escépticos de la regulación se integren a la discusión para llegar a una solución que comprenda a la mayor cantidad posible de actores. Será tarea de los Estados entablar el diálogo para negociar y acordar la alternativa que mejor responda a las necesidades de neutralizar los problemas actuales.

IV. Conclusiones

El contexto de la deuda soberana cambió a partir del caso “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”. La novedosa medida obtenida por los demandantes podría cambiar el esquema de incentivos de los acreedores de un Estado ante la reestructuración. La decisión judicial obliga a la Argentina a pagar el total de los montos debidos a los acreedores *holdout* que no aceptaron participar en ninguna de las dos reestructuraciones si el país pretende hacer pagos a los acreedores que aceptaron reestructurar la deuda.

tenedores de por lo menos dos tercios en monto y de más de la mitad en número de acreedores por clase con derecho a voto Schwarcz, Steven L., op. cit., 2004, pp. 1216-1217.

134. Por ejemplo, ver documento presentado ante la UNCTAD por la Misión de la República Argentina ante la ONU que contiene los comentarios respecto de los elementos a considerar para el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana (disponible en <http://www.unctad.info/en/Debt-Portal/>, consultado el 26 de marzo de 2015).

Ante la imposibilidad práctica de embargar y ejecutar bienes del soberano, esta herramienta heterodoxa que impacta en la deuda reestructurada aparece como el primer triunfo palpable de los litigantes para inducir al Estado a pagarles lo que reclaman. Si se difundiera para otros acreedores u otros casos futuros, esta medida aumentaría los incentivos de los acreedores a no ingresar en la reestructuración y optar por litigar, frustrando el esfuerzo del Estado tendiente a convencerlos de reestructurar la deuda.

El nuevo escenario profundizó el problema preexistente de la acción colectiva y volvió a poner en el centro del debate institucional y académico la importancia de solucionar las dificultades que enfrentan los Estados al momento de reestructurar su deuda. Para diseñar una herramienta que permita neutralizar los obstáculos que hoy impiden lograr una solución definitiva y duradera, se deben analizar y comprender todas las aristas del problema.

Después de analizar las dos soluciones, contractual y regulatoria, creemos que la alternativa regulatoria está en mejores condiciones de proponer una respuesta integral a todos los problemas que se generan en un contexto complejo de reestructuración. Es previsible que una norma que regule la tramitación de un único proceso bajo el cual todos los acreedores del deudor soberano discutan y decidan si aprueban la propuesta de reestructuración sea la herramienta adecuada para neutralizar el riesgo de litigios por acreedores disidentes y sus consecuencias. De todos modos, nada impide vislumbrar un escenario en el que la solución contractual y la regulatoria convivan pacíficamente. Sin embargo, en la medida en que países como Estados Unidos y el Reino Unido se resistan a la ratificación del tratado multilateral, su eficacia será, por lo menos, dudosa. El mayor desafío estará en generar consensos con los países escépticos para lograr una solución de relevancia práctica. La implementación del marco jurídico para la reestructuración de deuda soberana es un programa abierto que deberá ser discutido, negociado y acordado por los Estados.

Bibliografía

- Beller, Ricardo W. & Agustina Ranieri, “The *pari passu* clause as applied in Argentine sovereign bonds litigation”, *Financier Worldwide*, N°123, 2013, p. 47.
- Bolton, Patrick & Skeel, David A. Jr., “Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured?”, *Emory Law*

- Journal*, Vol. 53, 2004, pp. 763-822.
- Buchheit, Lee, “How to negotiate eurocurrency loan agreements”, *International Financial Law Review*, London, 1995.
- Buchheit, Lee C. & Jeremiah S. Pam, “The *Pari Passu* Clause in Sovereign Debt Instruments”, *53 Emory Law Journal*, 2004, pp. 869-913.
- Buchheit, Lee & Mitu Gulati, “Sovereign Bonds and the Collective Will”, *Emory Law Journal*, Vol. 51, 2004, pp. 1317-1363.
- “Responsible Sovereign Lending and Borrowing”, *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) Discussion Paper No. 198*, 2010.
- Buchheit, Lee & Elena Daly, “Minimising Hold Out Creditors: Carrots”, en Rosa Lastra y Lee Bucheit (eds.), *Sovereign Debt Management*, Oxford University Press, 2014a, pp. 3-13.
- “Minimising Hold Out Creditors: Sticks”, en Rosa Lastra y Lee Bucheit (eds.), *Sovereign Debt Management*, Oxford University Press, 2014b, pp. 15-23, Oxford University Press.
- Cabrillo, Francisco & Ben W. F. Depoorter, “Bankruptcy Proceedings”, *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, pp. 261-289.
- Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, Estados Unidos, decisiones dictadas en el caso *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* de fechas 26 de octubre de 2012 y 23 de agosto de 2013, disponibles en: <http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials> (consultado el 26 de marzo de 2015).
- Coase, Ronald, “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law and Economics*, Vol. III, 1960, pp. 1-44 (versión traducida al español, “El problema del costo social”, *Estudios Públicos*, N°45, 1992, pp. 81-134).
- Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, decisión dictada en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*” de fecha 16 de junio de 2014, disponible en: <http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials> (consultado el 26 de marzo de 2015).
- CSJN, “*Claren Corporation c/ Estado Nacional (Artículos 517/518 CPCC Exequátur) s/ Varios*” (sentencia del 6 de marzo de 2014) y “*Crostelli, Fernando y otros c/ EN – Ministerio de Economía (arts. 517/518 CPCC exequátur) (BNNY) s/ varios*” (sentencia del 6 de marzo de 2014).

- Gelpern, Anna, “*How Collective Action Is Changing Sovereign Debt*”, *International Financial Law Review*, 2003, pp. 19-23.
- “*What Bond Markets Can Learn from Argentina*”, *International Financial Law Review*, abril de 2005, pp. 19-24.
- Gelpern, Anna & Mitu Gulati, “*Innovation After the Revolution: Foreign Sovereign Bond Contracts Since 2003*”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, 2009, pp. 85-103.
- Gelpern, Anna (2013), “*A Skeptic’s Case for Sovereign Bankruptcy*”, *Houston Law Review*, Vol. 50, 2013, pp. 1095-1127.
- Giuliani Fonrouge, Carlos M.; Navarrine, Susana C. (Act.) y Asorey, Rubén O. (act.), *Derecho Financiero*, 10^a ed., Buenos Aires, La Ley, 2011.
- Goldmann, Matthias, “*Good Faith and Transparency in Sovereign Debt Workouts*”, Paper prepared for the Second Session of the UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism, 2014.
- Gulati, G. Mitu & Robert E. Scott, “*The Three and a Half Minute Transaction: Boilerplate and the Limits of Contract Design*”, University of Chicago Press, 2011.
- Gulati, Mitu & Kenneth N. Klee, “*Sovereign Piracy*”, 56 *The Business Lawyer*, 2001, pp. 635-651.
- Jackson, Thomas H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1986, p. 287.
- Jarach, Dino, *Finanzas Públicas y Derecho Tributario*, 3^a ed., Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1999.
- Juzgado Federal de Primera Instancia del Distrito Sur de Nueva York (juez Thomas P. Griesa), Estados Unidos, decisiones dictadas en el caso “*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*” de fechas 7 de diciembre de 2011, 23 de febrero de 2012 y 21 de noviembre de 2012, disponibles en: <http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials> (consultado el 26 de marzo de 2015).
- Krueger, Anne, “*A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*”, International Monetary Fund, 2001, disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf> (consultado el 26 de marzo de 2015).
- Monteagudo, Manuel, “*Peru’s Experience in Sovereign Debt Management and Litigation: Some Lessons for the Legal Approach to Sovereign Indebtedness*”, 73 *Law and Contemporary Problems*, 2010, pp. 201-

214.

- Picker, Randal C., “An Introduction to Game Theory and the Law”, *Coase-Sandor Institute for Law & Economics*, Working Paper No. 22, 1994.
- Ranieri, Agustina M., “*Default* y después: Argentina, reestructuración y holdouts desde la perspectiva del Análisis Económico del Derecho” (en publicación por el Departamento de Ciencias Sociales de la Facultad de Derecho, UBA, como parte del concurso en homenaje al Prof. Eduardo Rafael Carrasco sobre deuda externa argentina), 2013.
- Rasmussen, Robert K., “Behavioral Economics and the Economic Analysis of Bankruptcy Law”, *Vanderbilt University Law School*, Working Paper No. 99-15, 2000.
- Reinhart, Carmen & Kenneth Rogoff, “This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, *Annals of Economics and Finance* 15 (2), Cambridge, Harvard University, 2014, pp. 1065-1188.
- Resolución aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas el 9 de septiembre de 2014, *Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana*.
- Rogoff, Kenneth & Jeromin Zettelmeyer, “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001”, 49 IMF Staff Papers, 2002, pp. 470-507.
- Shavell, Steven, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 2004.
- Schumacher, Julian, Christoph Trebesch & Henrik Enderlein, “Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010”, 2013 (en publicación, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2189997> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>).
- Schwarcz, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach”, *Cornell Law Review*, Vol. 85, 1999, pp. 956-1034.
- “Idiot’s Guide’ to Sovereign Debt Restructuring”, *Emory Law Journal*, Vol. 53, 2004, pp. 1189-1218.
- “Sovereign Debt Restructuring Options: An Analytical Comparison”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 2, 2012, pp. 95-121.
- Villegas, Héctor B., *Curso de Finanzas, Derecho Financiero y Tributario*, 8ª ed., Buenos Aires, Depalma, 2002.
- Weidemaier, W. Mark C., “Contracting for State Intervention: The Origins

- of Sovereign Debt Arbitration”, *73 Law & Contemporary Problems* 335, 2010, pp. 335-355.
- “Sovereign Debt after NML v. Argentina”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, 2013, p. 123.
 - “Sovereign Immunity and Sovereign Debt”, *University of Illinois Law Review*, Vol. 1, 2014, pp. 67-114.
- Weidemaier, W. Mark C. & Anna Gelper, “*Injunctions in Sovereign Debt Litigation*”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31, 2014, pp. 189-218.
- Weidemaier, W. Mark C. & Mitu Gulati, “*A People’s History of Collective Action Clauses*”, *Virginia Journal of International Law*, Vol. 54, 2014a, pp. 51-95.
- “Sovereign Debt and the “Contracts Matter” Hypothesis”, *Oxford Handbook of Law and Economics*, 2014b (en publicación), disponible en http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3380.