

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**¿POR QUÉ NO EXTENDER EL PRINCIPIO DE INMUNIDAD SOBERANA EN LOS
PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA COMO DERECHO
DE LOS ESTADOS ANTE LOS TRIBUNALES INTERNOS EXTRANJEROS?
REFLEXIONES DE LOS CASOS PERUANO Y ARGENTINO ANTE LOS RECLAMOS
DE ELLIOTT Y NML CAPITAL.**

Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho Internacional Económico que
presenta

HENRY OMAR ZEVALLOS CASTILLO

Dirigido por

DR. MANUEL MONTEAGUDO VALDEZ

San Miguel, Lima

Diciembre, 2019

RESUMEN

En el desarrollo del fenómeno de la deuda soberana, la irrupción de los *Holdouts* o fondos buitres ha generado una catarsis jurídica, en la necesidad de poder limitar su accionar especulativo; en particular, cuando judicializan sus reclamos contra los Estados por el pago de sus acreencias adquiridas en el mercado secundario de la deuda. En este proceso, las sentencias favorables obtenidas por los *Holdouts* en los tribunales internos designados en los instrumentos de deuda como los créditos sindicados y/o bonos soberanos, en un primer momento, han sido objeto de atención por lo novedoso de la interpretación de algunas de las cláusulas insertas en estos contratos como es la cláusula *pari passu*. La presente investigación, a partir de la revisión de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*, muestra que más importante que las acreencias reconocidas a los *Holdouts* han resultado las facultades que gozan los mismos para poder bloquear las reestructuraciones de la deuda soberana concertadas entre los Estados y la mayoría de sus acreedores privados, conocidos como *Holdins*, bajo la supervisión del Fondo Monetario Internacional, trayendo consigo adicionalmente el problema del *default* soberano. En esta medida, se pretende sustentar que el principio de inmunidad soberana debe extenderse a los procesos de reestructuración de la deuda soberana, a fin de evitar que las demandas de los *Holdouts* interfieran el cumplimiento de los pagos que tienen a su cargo los Estados con los *Holdins*, afianzándose de este modo la estabilidad económica y financiera de los entes soberanos y de la Comunidad Internacional.

Palabras clave: deuda soberana, reestructuración, inmunidad soberana, fondos buitres, *pari passu*.

ABSTRACT

In the development of the phenomenon of sovereign debt, the irruption of Holdouts or vulture funds has generated a legal catharsis, in the need to be able to limit its speculative actions; in particular, when they prosecute their claims against the States for the payment of their debts acquired in the secondary market of the debt. In this process, the favorable judgments obtained by the Holdouts in the domestic courts designated in debt instruments such as syndicated loans and / or sovereign bonds, at first, have been the subject of attention because of the novelty of the interpretation of some of the the clauses inserted in these contracts such as the *pari passu* clause. The present investigation, from the review of the *Elliott vs. Peru* and *NML Capital vs. Argentina* cases, shows that more important than the credits recognized to the Holdouts have been the faculties enjoyed by the latter in order to block the restructuring of the sovereign debt celebrated between the States and most of its private creditors, known as Holdins, under the supervision of the International Monetary Fund, bringing with it additionally the problem of sovereign default. In this measure, it is intended to support the principle of sovereign immunity should be extended to the processes of sovereign debt restructuring, in order to avoid that the demands of the Holdouts interfere with the fulfillment of the payments that are held by the States with the Holdins, consolidating in this way the economic and financial stability of sovereign entities and the International Community.

Keywords: sovereign debt, restructuring, sovereign immunity, Holdouts, *pari passu*.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO 1: LA DINÁMICA CONTRACTUAL DE LA DEUDA EXTERNA Y LA INMUNIDAD SOBERANA	14
1.1 Principales aspectos que guían el desarrollo contractual de la deuda soberana.	15
1.1.1 Fundamentos de la contratación clásica presentes en el origen de una deuda.	18
✓ Los intereses individuales de los contratantes	18
✓ El principio pacta sunt servanda	20
✓ El principio rebus sic stantibus	22
1.1.2 Los principales instrumentos jurídicos de la deuda externa.	23
✓ Crédito sindicado	24
✓ Bonos	24
1.1.3 El default soberano y la reestructuración de la deuda externa.	26
1.1.4 El mercado secundario de deuda y los <i>Holdouts</i> .	28
1.2 El principio de inmunidad soberana.	29
1.2.1 Concepto general.	30
1.2.2 Inmunidad de jurisdicción y ejecución.	32
CAPÍTULO II: LA VULNERABILIDAD DE LAS REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA SOBERANA A PARTIR DE LOS CASOS <i>ELLIOTT VS PERÚ</i> Y <i>NML CAPITAL VS ARGENTINA</i>	41
2.1 Caso <i>Elliott vs Perú</i>.	42
2.1.1 La protección de los derechos de <i>Elliott</i> en la jurisdicción de Nueva York y su reconocimiento en otros Estados.	42
2.1.2 <i>Elliott</i> y el bloqueo de los pagos de los bonos <i>Brady</i> .	48
✓ La demanda ante la Corte Comercial de Bruselas	49
✓ La invocación de la cláusula <i>pari passu</i>	50

2.2	Caso <i>NML Capital vs Argentina</i>.	53
2.2.1	La protección de los derechos de <i>NML Capital</i> en la jurisdicción de Nueva York y su reconocimiento en otros Estados.	53
2.2.2	<i>NML Capital</i> y el bloqueo de los Bonos de Canje 2005 y 2010.	63
	✓ El congelamiento de los fondos en Nueva York (BONY) y su cuestionamiento en la jurisdicción europea	63
	✓ La intervención de los “me too”	66
	✓ El desenlace del juicio del siglo	67

CAPÍTULO III: LA EXTENSIÓN DE LA INMUNIDAD SOBERANA A LAS REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA SOBERANA

3.1	Enfoques favorables y desfavorables de la propuesta.	70
3.1.1	Solución regulatoria.	70
	✓ La referencia del Capítulo 9 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América	71
	✓ Sovereign Debt Restructuring Mechanism / Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana	72
	✓ El marco jurídico multilateral proveniente del sistema de Naciones Unidas	75
3.1.2	Solución contractual (CACs).	76
	✓ La posición de los acreedores	77
	✓ La posición del FMI	79
3.1.3	Solución jurisprudencial.	81
	✓ <i>Credit Francais International, S.A vs. Sociedad Financiera de Comercio, CA</i>	81
	✓ ¿El caso argentino?	83
3.2	El fortalecimiento y protección de los procesos de reestructuración de deuda soberana a partir del respeto del principio de inmunidad soberana.	84
3.2.1	Fuentes normativas de la propuesta.	86
	✓ Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes	87
	✓ Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana (Naciones Unidas)	89
3.2.2	Requisitos para la extensión del principio de inmunidad soberana.	92

✓ Estado de necesidad o fuerza mayor	92
✓ Evaluación y anuencia del FMI	94
✓ Convocatoria a la totalidad de los acreedores	95
✓ Aceptación de la mayoría de los acreedores	96
3.2.3 La inmunidad soberana en las reestructuraciones de la deuda soberana ante los <i>Holdouts</i> .	97
✓ La inmunidad de jurisdicción: protección del mecanismo de pago de la deuda externa	98
✓ La inmunidad de ejecución: protección de los bienes destinados al pago de la deuda externa	99
3.3 La consagración del principio de inmunidad soberana en las reestructuraciones de la deuda soberana.	100
3.3.1 La vía multilateral: tratado internacional.	101
3.3.2 La vía unilateral: ley modelo.	102
3.3.3 La vía del soft law	104
CONCLUSIONES	107
BIBLIOGRAFÍA	109

INTRODUCCIÓN

El asunto de la deuda externa siempre ha sido objeto de interés en relación a su incidencia en el desarrollo económico de muchos países, en particular, de los países en desarrollo. Sin embargo, la deuda externa también ha tenido repercusiones en el ámbito normativo, ya que en principio su tratamiento ha supuesto una revaluación de varios principios y conceptos jurídicos tradicionales del Derecho de los Contratos, pero que en atención a la magnitud y la carga que representa este servicio en las economías de todos los países, genera que preceptos y figuras clásicas del Derecho Internacional Público sean utilizados para encontrar un justo equilibrio en la protección de los derechos de los acreedores y la salvaguardia de la estabilidad económica y financiera de los Estados.

Entre los conceptos del Derecho Internacional Público que en estos últimos tiempos ha tomado relevancia en la regulación de la deuda externa es el principio de inmunidad soberana, sobre todo en su aplicación a los procesos de reestructuración de la deuda de los Estados para hacer frente a la conducta especulativa de ciertos acreedores privados denominados *Holdouts* o *Vulture Funds* (fondos buitres). Estos acreedores se caracterizan por la compra de deuda en mercados secundarios a un precio castigado a fin de obtener el pago del principal (original) más los intereses respectivos, a través de la interposición de demandas en foros como Nueva York. En esta medida, rechazan participar en las reestructuraciones de la deuda soberana, pero a su vez bloquean mediante otras acciones judiciales el circuito de los pagos a cargo de los Estados a favor de aquellos acreedores que sí decidieron participar en estos procesos de reestructuración, conocidos también como *Holdins*, en caso que estos deudores soberanos se muestren reticentes a acatar las sentencias que reconocen sus derechos crediticios, lo que nos lleva a plantear la siguiente pregunta de investigación: *¿Por qué el quebramiento de las reestructuraciones de la deuda soberana de los Estados a partir de las acciones judiciales planteadas por los Holdouts en la jurisdicción de Nueva York exige una revaluación de los alcances del principio de inmunidad soberana?*

La experiencia proporcionada desde la región latinoamericana, con los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*, es muy aleccionadora sobre la ramificación de problemas que se le presentan a los Estados una vez que los *Holdouts* consiguen judicialmente bloquear el sistema de pagos de las reestructuraciones de la deuda externa.

La gravedad se presenta cuando estas acciones llevan a los Estados a la situación de un *default* soberano. Al incumplir sus obligaciones con los *Holdins*, respecto del pago de cualquier cuota, genera que se venzan todas las cuotas restantes debiendo pagarse estas obligaciones de forma inmediata, lo que resulta imposible debido a la alta carga económica que implica la atención del saldo pendiente por cancelar de la deuda reestructurada no siendo suficientes los recursos económicos disponibles de los Estados según sus presupuestos anuales (ello sin perjuicio de que también quedaría pendiente el cumplimiento de las deudas con los *Holdouts*). En esta medida, reconociendo que un contexto de *default* soberano afecta seriamente la estabilidad económica y financiera de un Estado, lo cual puede tener efectos colaterales en otros Estados y en la comunidad internacional, se torna indispensable ampliar el ámbito de acción del principio de inmunidad soberana a favor de aquellos mecanismos y bienes que los deudores soberanos emplean para el cumplimiento de sus obligaciones dentro de las reestructuraciones de deuda soberana, y de esta forma evitar que la interposición de demandas y medidas judiciales ante los tribunales internos de otros países y las sentencias emitidas por los mismos perjudiquen estas reestructuraciones.

En tal sentido, para dar una respuesta a la pregunta formulada esta investigación se divide en tres capítulos: Capítulo I, correspondiente al marco teórico; Capítulo II, correspondiente al análisis del problema; y, Capítulo III, correspondiente a las soluciones del problema, y cuyos detalles se dan a continuación.

En el Capítulo I, denominado “La dinámica contractual de la deuda externa y la inmunidad soberana”, se podrán a consideración aquellos principios y conceptos jurídicos del Derecho de los Contratos que entran a tallar en el desarrollo del servicio de la deuda externa, que si bien en un primer momento sirven para que los Estados obtengan recursos del exterior, facilitando el otorgamiento de créditos sindicados o la emisión de bonos soberanos, se constituyen en las principales herramientas que tienen los *Holdouts* para el reconocimiento de sus derechos ante los tribunales de Nueva York y el posterior bloqueo de las reestructuraciones de la deuda soberana. Asimismo, estas instituciones normativas se revelan como importantes limitantes para la obtención de soluciones o salidas para los Estados cuando enfrentan situaciones de crisis de pago o *default* ante el accionar de los *Holdouts*. En esta línea, corresponde entender la relación entre las reestructuraciones de deuda externa y el fenómeno del *default* soberano, así como el

alcance internacional que tienen los *Holdouts* a través de su participación en los mercados secundarios.

Sin embargo, teniendo en cuenta que el principio de inmunidad soberana adoptado en el Derecho Internacional Público se ha desarrollado en gran parte en torno a los problemas que los Estados afrontan con el despliegue de sus actividades en terceros países, o con el uso y/o disposición de sus bienes que se encuentran en estos países, frente a la interposición de demandas presentadas por sujetos privados, situación que se replica con el bloqueo judicial de los pagos de deuda que tienen a su cargo según los planes de reestructuración implementados, en este Capítulo también se analizará los principales alcances de este principio en sus dos vertientes: la inmunidad de jurisdicción, el Estado extranjero no puede ser demandado ni sometido a juicio ante los tribunales de otros Estados; y, la inmunidad ejecución, el Estado extranjero y sus bienes no pueden ser objeto de medidas coercitivas o de aplicación de las decisiones judiciales y administrativas por los órganos del Estado territorial. De esta manera, se busca revelar que las normas internacionales, considerando la necesidad de preservar las relaciones de cortesía, mutuo respeto y colaboración entre los Estados, otorgan derechos e inmunidades a estos sujetos, en su condición de entes soberanos, y una protección especial sobre el destino de sus bienes ubicados en jurisdicciones extranjeras, incluso si dichos beneficios pueden postergar el ejercicio de los derechos reconocidos a favor de sujetos privados.

En el Capítulo II, denominado “La vulnerabilidad de las reestructuraciones de la deuda soberana a partir de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*”, se profundizará en el estudio de dos casos emblemáticos del problema de la deuda externa, que revelan la fragilidad que presentan los procesos de reestructuración de la deuda soberana ante las acciones judiciales interpuestas por los *Holdouts* para el bloqueo de los mismos. En este sentido, cada caso tendrá una primera parte en donde se detallarán los hechos y las instituciones jurídicas comprometidas en el reclamo originario de los *Holdouts* ante los tribunales de Nueva York, para el reconocimiento de las acreencias originarias adquiridas en el mercado secundario; esto permitirá evidenciar que la estrategia típica de los *Holdouts* es apartarse de los procesos de reestructuración de la deuda soberana para optar por judicializar el cumplimiento de las deudas a cargo de los Estados, a efectos de obtener sentencias que ordenan el pago inmediato del principal original -y no del valor de

la deuda adquirida en el mercado secundario- junto con los intereses respectivos. Sin embargo, los beneficios de esta judicialización en los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* se verán limitados por la poca efectividad que tuvieron la ejecución de las sentencias emitidas por los tribunales de Nueva York, por la nula presencia de bienes embargables del Perú y Argentina en los Estados Unidos, toda vez que la mayoría de los bienes estatales de estos países se encontraban bajo el manto del principio de inmunidad soberana, situación que se replicó con el *exequátur* de estas sentencias en terceros países, tal como se evidenció claramente en el caso argentino.

En la segunda parte de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*, propiamente se analizarán las acciones legales adoptadas por los *Holdouts* para bloquear los pagos en las reestructuraciones de la deuda soberana de los Estados peruano y argentino, respectivamente, que sirvieron como un mecanismo de presión para forzar el cumplimiento de las sentencias estudiadas en la primera parte de ambos casos, pero que a su vez trajo el problema de *default* soberano. En el caso peruano se darán alcances del proceso llevado ante los tribunales belgas y el bloqueo del pago de los Bonos *Brady*; mientras que en el caso argentino se analizarán las acciones judiciales presentadas en la propia jurisdicción de Nueva York, que bloquearon el cumplimiento de los Bonos de Canje de la reestructuración de deuda llevada a cabo por Argentina en el 2005 y 2010. Los casos serán aleccionadores de cómo en el contexto normativo actual la interpretación de una figura contractual por parte de jueces nacionales puede llegar a paralizar el desarrollo de los procesos de reestructuración de la deuda soberana, que cuentan con amplio respaldo internacional, ya que las órdenes judiciales que bloquearon los pagos realizados por los Estados a favor de los *Holdins* y no de los *Holdouts*, se ampararon en la aplicación de la cláusula *pari passu* recogida en los instrumentos de deuda adquiridos por estos últimos, la cual obliga a que los deudores no realicen diferencias entre sus acreedores con relación al cumplimiento de las deudas, priorizándose un trato equitativo a favor de todos los acreedores. Esta vulnerabilidad de los procesos de reestructuración de deuda soberana en donde son partícipes los Estados, *Holdins*, organizaciones internacionales, entre otros actores, a los resultados de los juicios interpuestos por los *Holdouts*, con el riesgo de que se presente el problema de un *default* soberano, dará lugar a que en el tercer y último capítulo de esta tesis se proyecte la respuesta a la pregunta de investigación planteada.

En el Capítulo III, denominado “La extensión de la inmunidad soberana a las reestructuraciones de la deuda soberana”, se argumentará la sostenibilidad jurídica de extender el principio de inmunidad soberana para la protección de las reestructuraciones de la deuda soberana frente a las acciones de bloqueo llevadas a cabo por los *Holdouts*. En tal sentido, en la primera parte de este capítulo se hará una revisión de los enfoques favorables y desfavorables con dicha propuesta que están relacionados con aquellas soluciones ofrecidas desde la doctrina y los entes especializados para controlar la actuación especulativa de los *Holdouts*. Frente a posiciones que procuran atender este problema mediante el uso de disposiciones del Derecho Internacional, es decir, una solución regulatoria, en la medida que se entiende que se trata de una situación de alcance internacional, que pone en riesgo la viabilidad de los Estados, existen otras posturas que entienden que el problema de los *Holdouts* es de orden privado, requiriéndose ante todo una solución contractual o de mercado, en donde se asume que son las partes contractuales, en respuesta a sus intereses particulares, a través de las conocidas como Cláusulas de Acción Colectiva (CACs), quienes pueden prever los procedimientos que minimicen la interferencia de los *Holdouts* y garantizar el cumplimiento de las obligaciones de pago de los Estados. Entre estas dos posturas, claramente opuestas, podemos recoger las soluciones que nos ofrece la jurisprudencia, proveniente de la propia jurisdicción de Nueva York, que sin dejar de desconocer la naturaleza contractual originaria de la deuda externa entiende que los intereses de cualquier acreedor privado pueden ser postergados frente a la posición mayoritaria de otros acreedores o a las condiciones particulares de los Estados y de sus bienes.

En la segunda parte del Capítulo III se desarrollará, a partir de la revisión de los principales instrumentos normativos que justifican la aplicación del principio de inmunidad soberana a la reestructuración de la deuda soberana de los Estados, como son la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*, y los *Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana*, cuáles serían las condiciones para que los Estados puedan alegar esta figura del Derecho Internacional Público en los juicios interpuestos por los *Holdouts*, y como se materializaría esta prerrogativa tanto a través de la inmunidad de jurisdicción y la inmunidad de ejecución. En esta medida, se procurará sustentar que los derechos que se les reconozcan a los *Holdouts* para el cobro de sus acreencias contra los Estados, a través de los juicios interpuestos en jurisdicciones como Nueva York, no pueden suponer una

facultad para derrumbar toda la arquitectura legal y financiera de las reestructuraciones de la deuda soberana, pues de por medio se encuentra la vulneración de los intereses públicos (económicos y/o sociales) que los Estados resguardan a favor de sus poblaciones, imponiéndose de esta manera la vigencia del principio de inmunidad soberana para la protección de estos intereses.

Teniendo en cuenta la necesidad de garantizar la extensión del principio de inmunidad soberana a los planes de reestructuración de deuda soberana, en la tercera y última parte del Capítulo III, se argumentará por los principales caminos que se tienen a disposición para la viabilidad de la propuesta: la celebración de un tratado internacional, que responde a un vía multilateral, y la aprobación de una ley modelo, que responde a una vía unilateral, a efectos de exponer que los dos caminos no resultan ser excluyentes y que por el contrario resultan convergentes.

Después de haber hecho la revaluación de los alcances del principio de inmunidad soberana frente al quebrantamiento de los procesos de reestructuración de la deuda externa de los Estados a partir de las acciones judiciales planteadas por los *Holdouts*, desarrollamos unas consideraciones personales como conclusiones fruto de la labor de investigación terminada. A las conclusiones les siguen, como en todo trabajo académico, las fuentes de conocimiento utilizadas bajo el epígrafe de bibliografía, que creemos servirán para que otros estudios profundicen más sobre lo investigado, ya sea para apoyarlo o criticarlo.

En anterior a lo expuesto, el presente trabajo de investigación no trata de agotar el debate respecto de las acciones que se deben adoptar para disminuir los efectos negativos de las acciones especulativas de los *Holdouts* en torno a la adquisición de la deuda soberana y su posterior cobro a través de juicios desgastantes para los Estados, sino de revelar que una alternativa válida puede provenir a partir de una institución clásica del Derecho Internacional Público como es el principio de inmunidad soberana, que en estos tiempos vuelve a ser objeto de atención en la doctrina por su adaptabilidad para lidiar con los problemas tradicionales que los Estados han enfrentado sobre el destino de sus bienes ubicados en una jurisdicción extranjera.

En esta medida, se llama la atención que muchas de las propuestas elaboradas resultan maximalistas, en donde o son los Estados que se ven abiertamente beneficiados y quedarían inmunes respecto de cualquier incumplimiento de pago (solución regulatoria) o, por el contrario, son los privados los favorecidos, con el diseño de términos contractuales en los instrumentos de deuda externa que les otorgarían el control de las reestructuraciones por implementarse (solución de mercado); siendo que, a su vez, estas propuestas asumen posiciones limitadas o fragmentadas del Derecho en donde no cabe ningún diálogo entre las diversas ramas jurídicas. La experiencia nos enseña que las ramas del Derecho caen en principios jurídicos comunes que permiten un entendimiento entre sí, por lo que sin negar que la deuda externa tiene un origen contractual, en donde son aplicables las reglas del Derecho de los Contratos y las disposiciones afines del Derecho Internacional Privado de cada Estado, no se puede obviar o limitar sus alcances internacionales, sobre todo a raíz de los problemas *default* soberano que atraviesan los Estados en casos de crisis o incumplimientos de pago, lo cual hace indispensable la intervención de reglas propias del Derecho Internacional Público, pero en la medida que están implicados sujetos privados hace pertinente que exista una mirada o prisma propio.

El Derecho Internacional Económico se presenta como aquella rama que puede entender adecuadamente el fenómeno de la deuda externa, toda vez que *es una disciplina que al analizar los aspectos jurídicos de las relaciones económicas internacionales no se libra de estudiar el conjunto de realidades jurídicas que las afectan o que se ven afectadas*; siendo en esta medida un *esfuerzo desde el Derecho internacional por entender un fenómeno reciente que combina la acción de los Estados modernos en la construcción de ordenes jurídicos multilaterales, regionales y bilaterales y al mismo tiempo la emergencia de nuevos actores que concurren en un mundo que pretende reconciliarse con el libre comercio*. En esta medida, los problemas que se presentan a partir de la acción especulativa de los *Holdouts* en torno al cumplimiento de la deuda soberana y que incide en la viabilidad de las reestructuraciones implementadas para este tipo de deuda por parte de los Estados en coordinación con organizaciones de alcance internacional como el Fondo Monetario Internacional, contiene los elementos y las situaciones jurídicas anteriormente expuestas que son objeto de interés de estudio en el Derecho Internacional Económico, sobre todo teniendo en cuenta que esta disciplina no renuncia a la utilización de las figuras clásicas del Derecho Internacional, que responden a la idea de la Soberanía del Estado como eje definidor de las relaciones internacionales, para la regulación de los

nuevos fenómenos económicos creados por los privados, que reclaman un espacio normativo más flexible o moldeable a sus intereses como el que ofrece el *Soft Law*, campo que también se aborda en el Derecho Internacional Económico.

Conforme a lo expuesto, entendemos que de no garantizarse la protección y la garantía de la viabilidad de los procesos de reestructuración de la deuda soberana de los Estados sobre la base de la extensión del principio de inmunidad soberana, se incrementará el fenómeno de balcanización de las decisiones judiciales de los tribunales internos con relación a las demandas presentadas por los *Holdouts* u otros actores, que en función a la interpretación que se le den a los términos contractuales insertos en los instrumentos de deuda, pueden ocasionar crisis o problemas de pago para los Estados hasta llegar a niveles de un *default* soberano; y si bien en los últimos tiempos los problemas con respecto al cumplimiento del pago de la deuda externa se han visto como una tema típico de los países en desarrollo ubicados en las regiones de América Latina o África, las dificultades atravesadas, por ejemplo, por el Estado griego en torno al manejo de su deuda soberana y sus repercusiones a nivel de la Unión Europea, nos comprueban que este es un fenómeno transversal que requiere la atención de toda la Comunidad Internacional, en donde tirios y troyanos comparten la necesidad de evitar crisis económicas y financieras de alcance global.

CAPÍTULO 1: LA DINÁMICA CONTRACTUAL DE LA DEUDA EXTERNA Y LA INMUNIDAD SOBERANA

Si bien en el estado actual de las cosas, la deuda externa y la inmunidad soberana parecieran no integrarse de manera teórica, desde un punto de vista práctico ambas figuras jurídicas presentan un estrecho vínculo, que propiciaría una revaluación de las soluciones propuestas para atender la problemática de esta deuda respecto de las acciones adoptadas por los *Holdouts*. Esta relación no se presenta en la ontogénesis de la deuda externa, que como toda deuda soberana -incluyendo en esta medida a las obligaciones de orden interno- es un instrumento emitido por una entidad gubernamental que requiere uno o más pagos de los intereses o el principal por parte del deudor al acreedor en una fecha o más, en el futuro (Ryan 2014: 2479). En todo caso, el vínculo sí se evidencia por el entorno que caracteriza a la deuda externa, ya que esta es entendida como aquella deuda emitida en países extranjeros y bajo la jurisdicción de un tribunal extranjero (Panizza y otros 2010: 2), por lo que resulta lógico preguntarse cuál es el grado de sometimiento de un Estado a la ley y al tribunal de otro país, aspecto que está en la esencia de la temática de la inmunidad soberana.

Así, originalmente, respecto de cualquier tipo de actividad comercial u económica llevado a cabo en el exterior, los deudores soberanos estuvieron protegidos bajo el principio de inmunidad soberana; sin embargo, con el paso de la concepción de inmunidad absoluta prevaleciente en el siglo XIX al concepto de inmunidad restringida propia del siglo XX, sobre todo luego de la Segunda Guerra Mundial, teniendo como principal referente normativo a la *Foreign Sovereign Immunities Act* (FSIA) de 1976 de los Estados Unidos, en la actualidad los Estados soberanos pueden ser legalmente responsables por el incumplimiento de los contratos comerciales que celebren con contrapartes extranjeras de la misma manera que las partes privadas (Panizza y otros 2009: 653), figura que también está admitida en las disposiciones de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*.

Esta pérdida de la inmunidad soberana en los contratos de la deuda externa por el sometimiento de los Estados a los tribunales extranjeros y a una legislación foránea, siendo que la experiencia ha demostrado una preferencia de parte de los acreedores en exigir que los sistemas jurídicos de Nueva York o de Inglaterra sean los que deben

prevalecer, tanto como jurisdicción y ley aplicable, garantizando una concurrencia entre foro y *ius* -hecho más patente en los últimos instrumentos de deuda emitidos, en donde existiría un 48 por ciento de bonos gobernados por las reglas de Nueva York y otro 40 por ciento sometidos a las normas de Inglaterra, teniendo un rol secundario los ordenamientos jurídicos de Japón, Alemania y Suiza (FMI 2014: 6)-, en principio, para un sector de la doctrina no habría generado una mayor cambio respecto de la época en que primaba la inmunidad soberana absoluta, ya que a nivel práctico la deuda soberana se caracterizaría por ser inejecutable, así Samples nos expone lo siguiente:

En general, los tribunales carecen de los mecanismos efectivos de aplicación y cobro requeridos para exigir la rendición de cuentas de los soberanos que no están dispuestos a hacerlo. En situaciones "normales" no soberanas, el remedio para el incumplimiento de la obligación de pagar la deuda suele ser un juicio de dinero que se puede exigir con las incautaciones de activos. En la deuda soberana, los activos a menudo están fuera del alcance de los acreedores porque la cobranza es complicada, sino imposible. Los soberanos suelen tener pocos activos comerciales, si es que tienen alguno, fuera de sus fronteras para que los acreedores los embarguen. Además, las opciones militares disponibles en situaciones extraordinarias durante la era de la "diplomacia de las cañoneras" ya no están disponibles para las poderosas naciones acreedoras. (Samples 2014: 55).

Sin embargo, las consecuencias de las acciones judiciales interpuestas por los *Holdouts*, que ante la imposibilidad de ejecutar el cumplimiento de los contratos de deuda externa optan por el bloqueo de las reestructuraciones de la deuda soberana, generando una serie de problemas económicos y financieros en los Estados que pueden devenir en un *default soberano*, nos exige ameritar la evaluación de traer a colación a la institución de la inmunidad soberana en la temática de la deuda externa, concretamente en la protección de las reestructuraciones soberanas mencionadas.

En esta medida, resulta fundamental revisar los principales conceptos jurídicos que están de por medio en la interacción entre la inmunidad soberana y los contratos de la deuda externa en un contexto donde se han implementado reestructuraciones soberanas.

1.1 Principales aspectos que guían el desarrollo contractual de la deuda soberana.

El contrato es el principal mecanismo jurídico que permite la circulación de los bienes, servicios y capitales en el mundo actual, en el que participan no sólo las personas (naturales o morales) sino los propios Estados, cuando actúan como agentes privados, en mérito de su *ius gestionis*, por lo que resulta útil identificar cuál es su esencia, el fin que cumple y los principios que condicionan la ejecución del mismo.

Siguiendo a García Amigo, la idea de contrato a seguir debe encontrar reflejo adecuado en la serie inacabable de contratos vivos actuales, en los más diversos sectores del Derecho Privado contemporáneo, sea civil, mercantil y aun laboral, entre ellos tenemos a: los contratos clásicos o tradicionales (arrendamiento); los contratos del mundo de la alimentación; los contratos de prestación de servicios, financieros —banca, bolsa, seguros—, los contratos del mundo de la construcción en todas sus modalidades; los contratos del mundo de la fabricación y venta de objetos o ingenios industriales más variados: barcos y aviones, trenes, automóviles, electrodomésticos y ordenadores, teléfonos y juguetes, etc.; y, los contratos, en fin, del mundo de la informática o de la electrónica, vinculados a Internet, de interconexión de redes, etc. (García Amigo 2005: 19).

En tal sentido, según el mencionado autor, la visión que debe primar es la del contrato como relación contractual, como vínculo jurídico que une a las dos partes contratantes, continente cuyo contenido subjetivo son los derechos y obligaciones, las facultades y los deberes respectivos (García Amigo 2005: 15-20), siendo que “como toda relación jurídica, la relación contractual lo es porque una norma o regla la regula, la prevé, la conforma —tal como lo afirmaba Savigny—; lo específicamente diferencial, frente a otras relaciones jurídicas, es que su norma reguladora puede ser creada y formulada, al menos en parte (muy amplia), por los propios contratantes que crean la relación (...) —cosa que no afirmaba Savigny” (García Amigo 2005: 15-16). Dicha visión es adoptada, entre otros, en el Código Civil italiano (artículo 1321°) y en el Código Civil peruano (artículo 1351°).

El contrato es el reino de la autonomía de la voluntad que se manifiesta en la libertad de contratar, facultad que tiene toda persona de celebrar o no un contrato, y, en caso de hacerlo, determinar con quién contrata, y la libertad contractual, la facultad de determinar libremente los términos y condiciones de un contrato (Hernández y Guerra 2012: 35). Esta autonomía no puede llevar a considerar que el contrato es solo voluntad de las partes y

que se encuentra al margen del ordenamiento jurídico, que establece leyes prohibitivas e imperativas que limitan la libertad contractual de varias formas, ya sea al proscribir un determinado tipo contractual, al prohibir si no todo el tipo contractual, sí una zona de su contenido, donde el contrato en sí es permitido pero no así determinadas cláusulas, pactos o condiciones, o al imponer determinadas formalidades a los negocios, cuyo desconocimiento invalida el negocio cuando se le considera requisito esencial para su constitución, esto sin perjuicio de los límites provenientes de los conceptos de la moral y las buenas costumbres. (Hernández y Guerra 2012: 35)

Es por ello que un amplio sector de la doctrina señala que dada importancia que cumple el contrato en la sociedad no es solamente una cosa privada, sino también una institución social, y que el modelo social está presente en la evolución actual del derecho privado, emergiendo un nuevo humanismo caracterizado por la reducción del poder de la voluntad dentro del negocio jurídico, exigiéndose en todo caso el cumplimiento de una función general de justicia. La función social del derecho de las obligaciones se trasunta en el hecho que, el ejercicio de la autonomía privada cuando conduce a una desigualdad material entre las partes debido a la disparidad de las posiciones no puede ser tolerada, en cuyo mérito se impone irremediamente una exigencia de justicia (Benítez 2013: 25).

La premisa básica del actual derecho de los contratos, consiste en que cuando el contrato deviene en un instrumento de dominio contra el co-contratante, el ordenamiento jurídico no puede permanecer como un espectador neutral que se limita a condenar el resultado de la contratación que sea incompatible con las buenas costumbres. En el Estado Social de Derecho, en ciertos casos la libertad pasa a un segundo plano respecto al principio de Justicia, el cual consiente no reconocer los contratos que estén en contraste con ella a través de una tendencia a reducir el alcance de la autonomía privada. (Benítez 2013: 26).

Dentro de esta lógica restrictiva es que a partir de las diferencias económicas y el poder de negociación que presentan las partes contratantes, como, por ejemplo, en los casos de los contratos de consumo, se impone entre otros, el principio *favor debilis* cuyo alcance general implica que al “estimar los efectos jurídicos de supuestos actos jurídicos, los sujetos débiles han de ser protegidos de su debilidad” (Finnis 2000: 315).

En esta línea, corresponde ver qué aspectos se encuentran presentes en el origen y desarrollo de la deuda externa.

1.1.1 Fundamentos de la contratación clásica presentes en el origen de una deuda.

En cualquier tipo de contratación es importante tener muy en claro cuáles son los pilares jurídicos sobre los cuales se asienta el acuerdo de las partes, ya que en la medida que se tenga conciencia de cuál es la estructura jurídica que condiciona el nacimiento de un contrato, los contratantes podrán tener mayor certeza de qué acciones deben implementar cuando se presenten problemas en el cumplimiento de las prestaciones que tienen a su cargo. En esta línea, a efectos de la presente investigación, vamos a dar algunos alcances del entendimiento de los intereses individuales de los contratantes, en especial de cómo se manifiestan en los contratos de deuda, y de dos principios clásicos de la contratación: *pacta sunt servanda* y *rebus sic stantibus*.

✓ Los intereses individuales de los contratantes

El contrato aparece clásicamente como una relación de fuerzas entre las partes cuya preocupación exclusiva estriba en la defensa de sus propios intereses, pretendiendo conseguir cada una de ellas la mayor ventaja posible del negocio jurídico, inclusive en detrimento del co-contratante. (Benítez 2013: 31). No obstante, la forma en que se manifiestan o ponen en evidencia estos intereses y su posterior valoración por parte del resto de la sociedad a través de los contratos no resulta nada sencillo, al punto que los alcances que se le otorguen a las expresiones formuladas por los contratantes será crucial para la exigibilidad del cumplimiento de lo pactado.

Siguiendo a autores como Adam Smith, que partía de que los contratos deben cumplirse porque inducen a expectativas razonables en los individuos, lo que justificaría la imposición de remedios en caso de incumplimiento, y Charles Fried, que asumía, por el contrario, que los contratos deben ser exigibles en función de la intención de obligarse del promitente, que no puede desligarse de dicho compromiso sin recibir una reprobación social, tratando de conciliar dichas posturas, se nos sugiere que los intereses individuales de acuerdo al Derecho se encontrarían respaldados en un contrato en la medida que se evidencie la intención de obligarse de las partes y se genere las respectivas expectativas

de cumplimiento (Valente 2010: 3-5). Respecto a esta última postura se nos precisa lo siguiente:

La ley debe reconocer una promesa como un contrato cuando una persona razonable en la posición del prometido esperaría un rendimiento o una compensación equivalente. Esto será así cuando el promitente haya manifestado externamente su intención de asumir una obligación legal. En la medida en que la ley impone restricciones adicionales a la ejecutabilidad de las promesas, la libertad de los individuos autónomos para contratar se restringe. Las intenciones de las partes se verán frustradas si lo que perciben como una obligación legalmente vinculante es inaplicable. La imposición de cualquier requisito adicional para la formación del contrato debe, por lo tanto, tener una fuerte justificación para compensar sus efectos potencialmente adversos. (Valente 2010: 7).

El entendimiento de los compromisos asumidos por las partes como aspecto central en la satisfacción de los intereses de las partes, es insuficiente ante una realidad que nos revela la presencia de intereses de terceros o intereses generales y que las propias partes negociantes no son iguales, al menos desde un punto de vista económico, lo que nos llevaría a una situación en que más allá de lo pactado existe un riesgo latente de que los intereses individuales de los contratantes no estarían suficientemente garantizados o protegidos.

En la dinámica de los contratos de la deuda externa, la manera en que se manejan los intereses de las partes se vinculan a la información que poseen sobre los activos o bienes comprometidos y las acciones que las partes pueden realizar, tal como nos los explica Gulati y Triantis:

En el momento de la contratación, el prestatario tiene mejor información sobre el valor de sus activos que el prestamista (información oculta). El prestatario tiene control sobre el uso de estos activos y sus acciones pueden alterar el riesgo o el valor de estos activos durante el plazo del préstamo (acción oculta). Los prestamistas conocen la ventaja informativa del prestatario y los peligros asociados con el control de activos del prestatario, y en consecuencia exigen una mayor tasa de rendimiento o simplemente se niegan a prestar. Por lo tanto, las medidas que reducen la severidad de la información oculta o la acción oculta se alienan a los intereses conjuntos de ambas partes del préstamo. (Gulati y Triantis 2007: 978)

En esta línea, los economistas consideran la relación de prestamista-prestatario como uno de principal y agente, por el cual el prestatario hace promesas a través de cláusulas

insertas en los contratos que restringen su capacidad de discreción sobre sus activos, de manera que ante un incumplimiento de una de estas promesas por parte de un prestatario es un evento que le permite al prestamista acelerar el vencimiento del principal del préstamo y los intereses acumulados, de modo que lleguen a su vencimiento inmediatamente. Si el prestatario no paga, el prestamista puede recuperarse a través de la venta de los activos del prestatario, ejerciendo sus derechos de acreedor bajo la ley estatal elegida o ejecutando la garantía (si el prestatario le ha otorgado uno). (Gulati y Triantis 2007: 979).

✓ El principio *pacta sunt servanda*

Conforme nos indican Lamarque y Vivien, para estar obligado por un contrato de préstamo, el Estado debe haber dado su libre consentimiento, y esta aceptación tiene como principal consecuencia legal que el Estado se encuentre obligado a pagar dicha deuda (Lamarque y Vivien 2011: 1). Esta obligación se funda necesariamente en el principio *pacta sunt servanda* consagrado en el artículo 26° de la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados de 1969 (Lamarque y Vivien 2011: 1).

En esta medida, el *pacta sunt servanda* es reconocido como un principio general del Derecho que significa el contrato (acuerdo) es ley entre las partes, y que de acuerdo a Barry y Tomitova es la regla básica que subyace al tratamiento actual de los contratos de deuda soberana (Barry y Tomitova 2006: 10). Por tal motivo, Pasillio, siguiendo a Anderson, nos señala que este principio se usa a menudo como una justificación para la continuidad de las relaciones contractuales y, por lo tanto, una justificación para que los países deudores sigan pagando su deuda externa (Pasillio 2009: 12).

Teniendo en cuenta su condición de principio general de Derecho resulta pertinente citar su entendimiento desde el Derecho Internacional. Así, por ejemplo, en el caso de *Laudo Sapphire* en 1963 se indicó que: “Es un principio fundamental de derecho, constantemente proclamados por tribunales internacionales, que los compromisos contractuales deben ser respetados. Entonces, la regla *Pacta Sunt Servanda* es la base de toda relación contractual. Ante estos -concluye el Tribunal- sólo queda reafirmar que la máxima *Pacta Sunt Servanda* debiera ser considerada como un principio fundamental de derecho internacional”. (Novak 2000: 174).

Sin embargo, a raíz de las discusiones en torno al cumplimiento de las denominadas deudas odiosas, la predominancia absoluta del principio *pacta sunt servanda* en el campo de las obligaciones contractuales de carácter internacional ha tenido serios cuestionamientos. La mención de este principio como principal argumento para el rechazo de esta doctrina (Paulus 2005: 88), pues sin interesar el origen de una deuda externa esta debe ser cumplida por el Estado¹, queda en entredicho si se compara con el tratamiento que vienen teniendo aquellas deudas de orden interno en donde, dependiendo de las características y condiciones de las partes o circunstancias de celebración de los contratos, resulta atendible establecer excepciones a este principio, tal como lo argumenta Paulus:

Por otro lado, debemos darnos cuenta de que existe una tendencia mundial actual a erosionar el principio de *pacta sunt servanda*, que se ha tenido en gran estima durante miles de años. En el campo del derecho civil, podemos señalar la ley de protección al consumidor, que se ha estado desarrollando durante los últimos cuarenta años más o menos. Uno de sus principales logros ha sido facilitar considerablemente la rescisión de un contrato, lo que ha permitido incursionar seriamente en la naturaleza vinculante de los contratos.

Si bien es cierto que esta comparación no es del todo adecuada, dado que los consumidores no participan en el sector de endeudamiento aquí involucrado y que la ley de protección al consumidor excluye regularmente a los "no consumidores" de su campo de aplicación, debe mencionarse ya que las convocatorias al reconocimiento de la doctrina de las "deudas odiosas" prácticamente parecen basarse en una brecha de poder de facto entre el prestamista y el prestatario (o al menos la población del estado prestatario) (Paulus 2005: 90)

Con motivo que la Globalización lo reduce todo a una Aldea Global, este acercamiento entre el Derecho Internacional y el Derecho Civil en áreas propias de esta última, como es la protección de la parte débil en un contrato, si bien a nivel jurídico puede tener como principal consecuencia la erosión de forma lenta del principio *pacta sunt servanda*, a nivel

¹ Este antiguo principio no se basa en el pensamiento legal inflexible y obstinado, sino en el reconocimiento del valor de tener una base firme para la planificación, no solo para la economía sino también para las relaciones interpersonales en general. Incluso si la "invención" del contrato per se no es necesariamente el resultado de una necesidad de seguridad futura de este tipo o de alguna otra forma, la naturaleza vinculante de un contrato, una vez celebrado, es una cuestión de interés personal y económico. No debemos perder de vista el hecho de que cualquier incursión en esta seguridad desencadenará una respuesta por parte de la parte afectada, que debe tenerse en cuenta antes de que se introduzca un nuevo principio legal pertinente (Paulus 2005: 88)

económico puede tener como principal efecto el aumento en la dificultad para los Estados en obtener préstamos de acreedores externos (Paulus 2005: 90-91).

Bajo dicha circunstancia resulta útil verificar si existe otro principio general del Derecho reconocido en el Derecho Internacional que sirva de contrapeso al principio *pacta sunt servanda*, a fin de evitar que la discusión sobre el cumplimiento inalterable de las obligaciones del préstamo se pueda entrapar en si la categoría invocada del Derecho Civil resulta extrapolable a nivel internacional.

✓ El principio *rebus sic stantibus*

El principio *rebus sic stantibus*, entendido como un principio atenuante, a diferencia del principio *pacta sunt servanda*, visto como un principio de Derecho estricto, es una expresión derivada de la expresión latina “contractus qui habent tractum succesivum et depentiam de future rebus sic stantibus intelligentur,” por el cual los cambios fundamentales de las circunstancias que las partes en un contrato entendían que prevalecían al concluir el contrato, podrían dar lugar a la terminación o al ajuste de los derechos contractuales (Goldmann 2013: 13).

Siguiendo a De Los Mozos se tiene que de las ideas utilizadas para la revisión contractual, es, desde luego la alteración de las circunstancias la que se encuentra íntimamente relacionada con la propia génesis del concepto de contrato, como categoría general, en igual sentido que guarda una mayor conexión con el principio *rebus sic stantibus*, en cuanto cláusula sobreentendida, aunque también se puede llegar de manera indirecta a través de las teorías del riesgo imprevisible o de la excesiva onerosidad sobrevinida de la prestación; pues una y otra, se han desarrollado en estrecha relación con la cláusula *rebus sic stantibus* (De Los Mozos 1993: 178-179).

En este contexto, aquellos defensores de la idea de una deuda justa invocan la doctrina *rebus sic stantibus* que se encuentra en la ley de contratos como base para que los países deudores incumplan, o al menos renegocien, sus obligaciones de deuda (Pasillio 2009: 12). Sin embargo, este principio general de Derecho que se encuentra recogido en el artículo 62° de la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados de 1969 no sería de aplicación en los casos de la deuda externa sobre la base que estaríamos ante

obligaciones contractuales intertemporales (Pasillao 2009: 12). Al respecto, se trae a colación el pronunciamiento de la Corte Internacional de Justicia en el caso relativo a la jurisdicción en materia de pesquerías: En el supuesto de un tratado en parte ejecutado y en parte por ejecutarse, en el cual una de las partes ya se ha beneficiado de las disposiciones del tratado ejecutadas, sería particularmente inadmisibles permitir que esa parte ponga fin a las obligaciones que fueron aceptadas en virtud del tratado como *quid pro quo* para las disposiciones que la otra parte ya ha ejecutado. (CIJ 1973: párrafo 34).

Por tal motivo, se indica que aplicado al problema de la deuda soberana, la norma no puede aplicarse cuando el acreedor ya cumplió con el deber de proporcionar el préstamo, mientras que el deudor argumenta que su incapacidad para obtener divisas para pagar el préstamo constituiría una nueva circunstancia. (Pasillao 2009: 12).

En esta línea, también se alega que de acuerdo a lo resuelto en las jurisdicciones no cabe la admisión del principio *rebus sic stantibus* en casos de necesidad económica ya sea los deudores un Estado o un sujeto privado, indicándose concretamente en el caso de la deuda soberana que: Las crisis de deuda no se consideran imprevistas, sino como resultado del comportamiento de una o ambas partes contratantes de las que deben asumir la responsabilidad. Solo circunstancias inesperadas como una guerra o un desastre natural pueden dar lugar a un derecho a ajustar los términos de un contrato o tratado (Goldmann 2013: 13).

Por su parte, el sector de la doctrina que asume que sí corresponde la aplicación del principio *rebus sinc stantibus* entiende que se deben presentar dos requisitos: darse un cambio significativo de las circunstancias y que estas constituyen una base esencial del consentimiento de las partes en obligarse por el tratado (Lamarque y Vivien 2011: 8). Sobre el particular, se hace mención a la decisión de Estados Unidos de aumentar unilateralmente las tasas de interés en 1979 que afectó principalmente la deuda externa de los países de Latinoamérica o la crisis financiera del 2007 que afectó la deuda de países de Europa como Portugal, Irlanda y Grecia, como ejemplos del cambio de las circunstancias que justificarían la aplicación del principio *rebus sinc stantibus* (Lamarque y Vivien 2011: 8-9).

1.1.2 Los principales instrumentos jurídicos de la deuda externa.

Para satisfacer sus necesidades de financiación, a través del endeudamiento, los grandes prestatarios, en donde se incluyen indefectiblemente a los Estados, han recurrido a dos instrumentos clásicos: los créditos sindicados y la emisión internacional de bonos (Marín y Téllez 2011: 74).

✓ Crédito sindicado

Se indica que la mayor parte de los créditos otorgados por la banca comercial internacional a los países en desarrollo se realizan mediante la llamada sindicación o crédito sindicado (Saldaña 2010: 247). El crédito o préstamo sindicado supone un acuerdo de un grupo de bancos (sindicato) que conceden un préstamo o emiten y distribuyen nuevos valores, generándose una relación de carácter multilateral entre el prestatario (Estado) y un variado grupo de prestamistas (sindicato) (Marín y Téllez 2011: 75).

Entre los sujetos que participan en el préstamo sindicado encontramos a los siguientes actores: a) el prestatario, es decir, el Estado que requiere el préstamo; b) el banco director o principal, quien actúa como agente del Estado en la tramitación y suscripción del préstamo; c) los bancos prestamistas, quienes son las instituciones bancarias que aportan los recursos monetarios para que se suscriba el préstamo; y, d) el banco líder, quien es el representante común de los prestamistas y encargado de administrar la operación crediticia y servir de contacto en las comunicaciones entre los miembros del sindicato y entre éste y el Estado. (Saldaña 2010: 248-254).

Estos préstamos que tienen su origen en la década de los sesentas del siglo pasado son el resultado de la necesidad mutua tanto de los prestamistas como de los prestatarios, toda vez que los últimos tienen acceso a grandes sumas de dinero en poco tiempo, mientras que los primeros por tratarse de grandes sumas de dinero, pero dada la amplitud de intervinientes, no asumen un riesgo mayor para el caso de incumplimiento de parte del prestatario (Saldaña 2010: 247).

✓ Bonos

Para el caso de la emisión internacional de bonos por parte de los Estados debemos entender que un bono es un documento o valor crediticio, nominativo y representativo de naturaleza negociable que exige el pago de una cantidad de dinero a cierto plazo o plazos al cual se le aplican los intereses por devengar, debiendo contemplarse las condiciones para la realización del desembolso.

Teniendo en cuenta la diversidad de tipos de bonos que se emiten, no existiendo una modalidad exclusiva para los Estados, a efectos de esta investigación será útil dar una idea central de los denominados Bonos *Brady* que estarán en el centro del debate de los casos que serán objeto de estudio en nuestro segundo capítulo.

Los Bonos *Brady* que tienen esa denominación en referencia a Nicholas Brady, Secretario de Tesoro de los Estados Unidos, quien impulsó el denominado Plan Brady, un mecanismo de mercado que tenía por objetivo central lograr aliviar la deuda y el servicio de la misma que tenían los países en desarrollo con la banca comercial permitiendo que los países deudores podían crear nuevos paquetes para la deuda existente, a través de instrumentos denominados en dólares, “emitidos” en los mercados internacionales, siendo que como regla general el principal de la deuda contaba con la garantía de bonos cupón cero a treinta años emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, adquiridos por el país deudor utilizando una combinación de financiamiento del FMI y del Banco Mundial, y sus propias reservas de divisas, por lo que bajo estas condiciones estos bonos podían negociarse con mayor facilidad que los préstamos sindicados (FMI 2014: 201-202). No obstante, estos bonos admiten formas diferentes siendo las principales:

Bonos a la par: Son bonos emitidos al mismo valor que el préstamo original, pero cuyo cupón es inferior a la tasa de interés de mercado. Los pagos de principal e intereses generalmente cuentan con garantías.

- Bonos con descuento: Son bonos emitidos con descuento con respecto al valor original del préstamo, pero cuyo cupón está al mismo nivel que la tasa de mercado. Los pagos de principal e intereses generalmente cuentan con garantías.

- Bonos de conversión de la deuda: Son bonos emitidos al mismo valor que el préstamo original, pero a condición de que se proporcione “nuevo” financiamiento en forma de bonos representativos.

- Bonos de reducción de intereses concentrada al comienzo del período: Son bonos emitidos con cupones fijos de tasa baja, que aumenta al cabo de unos cuantos años. (FMI 2014: 202)

Este proceso de conversión de la deuda externa de créditos sindicados a bonos ha sido identificado como el fenómeno de la titulización (*securitization*) de la deuda soberana, y, en un primer momento, recibió una valoración positiva por servir como un adecuado mecanismo para salir de las crisis de pago que experimentaron los Estados en la década de los 80's y 90's del siglo pasado, tal como nos señalan Plókarz y Szelągowska:

La titulización se usa con éxito, incluso en tiempo de crisis. Los gobiernos de las economías emergentes lo utilizan como fuente de financiamiento más económico y accesible. Se ha visto que los gobiernos de América Latina (especialmente México y Argentina) se especializan en eso. En la década de 1990, en los mercados internacionales solían emitir -mediante las empresas estatales- los bonos que estaban garantizados por los flujos futuros a cobrar (*ABS, Asset-Backed Securities*) de las exportaciones, en particular de petróleo y gas, y luego de las cuentas por cobrar de las tarjetas de pago y los servicios telefónicos, y, con menos frecuencia, de los impuestos cobrables en el futuro. (Plókarz y Szelągowska 2013: 58).

Sin dejar de reconocer que los bonos son más líquidos y ampliamente aceptados por contar con mejores propiedades para compartir el riesgo entre los acreedores de los Estados, esta titulización enfrenta problemas en el aumento y la heterogeneidad de los tenedores en comparación a los miembros del sindicato bancario típico, a partir de que la retención de pocos bonistas a intervenir en las reestructuraciones propuestas por los Estados puede dificultar la resolución de cualquier problema relacionado con el cumplimiento de una deuda soberana (Eichengreen 2003: 81). Mientras que los préstamos bancarios sindicados incluyen "*sharing clauses*" para desalentar los litigios oportunistas, esto no se ha presentado en los bonos emitidos bajo las leyes de los Estados Unidos, cuyo gobierno, que en la década de los 80's del siglo pasado contaba con incentivos regulatorios y la persuasión moral para presionar a los bancos a llegar a un acuerdo con los deudores soberanos, carece de mayores elementos para persuadir a los bonistas a que adopten una similar postura frente a las crisis de pago que enfrenten los Estados o a que renuncien al ejercicio de acciones judiciales. (Eichengreen 2003: 81)

1.1.3 El *default* soberano y la reestructuración de la deuda externa.

Si bien existen muchas dificultades de orden económico y estadístico para entender todas las causas que llevan a un Estado a entrar en un default soberano (Panizza y otros 2009:

667-671), es el sobreendeudamiento en el que incurren muchos países un factor importante a considerar para entender el problema del default soberano; en esta medida, Ryan nos ofrece las tres distorsiones que se presentan en el sobreendeudamiento:

En primer lugar, los líderes políticos a menudo tienen incentivos para pedir préstamos por encima de los niveles socialmente óptimos. En segundo lugar, el sobreendeudamiento puede estar relacionado con el riesgo moral resultante de los paquetes de rescate y otras formas de apoyo oficial del sector. La presencia de paquetes de rescate puede inducir a los acreedores a prestar a niveles imprudentes, ya que los paquetes de rescate oficiales permiten un reembolso que está más allá de un nivel socialmente óptimo. Los contribuyentes del país deudor pagan el precio por este pago en exceso porque los países deudores tienden a pagar lo que pidieron prestado a los prestamistas oficiales. En tercer lugar, el sobreendeudamiento puede resultar de la ausencia de reglas de prelación para los deudores soberanos porque los nuevos préstamos diluyen los reclamos de los acreedores existentes. La dilución de la deuda puede permitir una acumulación excesiva de deuda porque la tasa de interés marginal no refleja el aumento del riesgo presentado por la emisión de nueva deuda. (Ryan 2012: 2484-2485).

De manera general, ante una situación de sobreendeudamiento, el default soberano es explicado como la falla de un gobierno en realizar el pago del principal o de los intereses a su debido tiempo (más allá del periodo de gracia) (Das y otros 2012: 8); siendo que el default puede ser parcial, cuando sólo parte de la deuda del país no está siendo atendida, por ejemplo, cuando los pagos de los intereses continúan, mientras que los pagos de capital se suspenden, o total, cuando se suspenden todos los pagos de la deuda a los acreedores, lo que también se conoce como la moratoria de la deuda (Das y otros 2012: 8).

En tal sentido, cuando se presenta la situación de crisis relacionado con el default soberano Ryan, citando a Krugman, indica que los acreedores tienen dos opciones: pueden financiar el país, prestando a una pérdida esperada con la esperanza de que el soberano eventualmente pueda pagar su deuda; o (2) pueden perdonar las obligaciones existentes, reduciendo el nivel de deuda del soberano a uno que el país pueda pagar. (Ryan 2012: 2486).

La experiencia no ha demostrado que difícilmente alguna de las dos opciones se ha dado de manera exclusiva, y lo que ha ocurrido en gran medida ha sido una combinación

de las dos opciones, a través de la figura de la reestructuración de la deuda soberana, que puede ser definida como el intercambio de los instrumentos de la deuda soberana pendientes de pago, como créditos o bonos, por nuevos instrumentos de deuda o efectivo, a través de un proceso legal (Das y otros 2012: 7). En la línea de lo propuesto por Krugman, Das, Papaioannou y Trebesch nos señalan los dos elementos principales que se distinguen en la reestructuración de deuda soberana:

La reprogramación de la deuda, que puede definirse como un alargamiento de los vencimientos de la deuda anterior, posiblemente con tasas de interés más bajas. Las reprogramaciones de la deuda implican alivio de la deuda, ya que trasladan los pagos contractuales hacia el futuro; y

Reducción de la deuda, que se puede definir como una reducción en el valor nominal de los instrumentos antiguos (por ejemplo, de US \$ 100 a US \$ 80) (Das y otros 2012: 7).

Si bien la regla general es que las reestructuraciones se han llevado a cabo después de un periodo de default, las conocidas como *post-default restructurings* que pueden ser entendidas como los intercambios de instrumentos de deuda luego de acaecido el evento de *default*, tenemos también a las reestructuraciones que ocurren antes de cualquier evento de incumplimiento, las también denominadas *preemptive debt restructurings*, que se caracterizan por ser intercambios de instrumentos de deuda previos a una situación de *default* parcial o total, de manera que los instrumentos de deuda que están pendientes se intercambian antes que un Estado pierda cualquier pago, haciéndose la salvedad que no necesariamente toda situación de *default* parcial o total lleva consigo a una reestructuración de la deuda soberana. (Das y otros 2012: 8)

1.1.4 El mercado secundario de deuda y los *Holdouts*.

Desde inicios de los noventa ha existido un crecimiento exponencial de los instrumentos de deuda sea estatal o privada, debido a que paralelamente ha crecido el número de acreedores no sólo en términos cuantitativos sino cualitativos como son: los fondos de inversión, los fondos de pensiones e inversionistas individuales, entre otros. Ello ha generado una mayor complejidad en el mercado secundario de la deuda, dado que muchas de las acciones que puedan adoptar cierto grupo, favorable a sus intereses, no necesariamente debe tener un efecto positivo en los otros actores. Respecto de este punto Buchheit y Mitu nos señalan lo siguiente:

Los instrumentos de deuda de múltiples acreedores, como los bonos y los préstamos bancarios sindicados, son acuerdos legales que presentan problemas arquetípicos comunes cuando un emisor se encuentra con dificultades financieras. Una vez que surgen los problemas financieros de un emisor, las acciones de cualquier tenedor de bonos pueden impactar significativamente los intereses de todos los demás acreedores. Por ejemplo, si cada titular tiene absoluta discreción para acelerar sus bonos después de un evento de incumplimiento, para iniciar una acción de cobro de deudas y embarcar los activos del prestatario, o para forzar una ejecución hipotecaria de garantías, entonces los otros tenedores de bonos pueden encontrar que sus propias opciones están significativamente disminuidas (Buchheit y Mitu 2002: 1317-1320).

De los actores anteriormente mencionados dentro del mercado secundario destacan los *Holdouts*, que en principio son fondos de inversión, pero que por su actividad en el mercado secundario con relación a la deuda soberana son denominados Vulture Funds (fondos buitres), toda vez que presentan una estrategia que consiste en comprar deuda en el mercado secundario a precios muy rebajados, rechazar transacciones de reestructuración y luego entablar litigios para exigir el reembolso total del valor original de la deuda, de manera que en promedio estos tipos de fondos ven retornos entre tres y veinte veces del monto que originalmente invirtieron en los bonos u otros instrumentos de deuda incluyendo descuentos; en tal sentido, estos *Holdouts* apuntan a los países en dificultades financieras -particularmente a los países que podrían incumplir en un futuro próximo, caracterizándose por ser extremadamente tenaces y agresivos, así como pacientes, en la búsqueda del reembolso, haciendo que la resolución de conflictos sea más prolongada y, por tanto, más costosa y difícil para los Estados. (Beneze 2016: 248-249).

1.2 El principio de inmunidad soberana.

En torno a la idea de la inmunidad soberana que gozan los Estados confluyen aquellos elementos de la realidad que definen la naturaleza misma de estos sujetos como es la soberanía, que desde su conceptualización a raíz de los acuerdos de Westfalia (1648), los Estados a través de este tiempo por medio de sus acciones influyen y condicionan el día a día de las personas naturales o jurídicas, así como el desenvolvimiento de los otros sujetos de Derecho Internacional.

Sobre las prerrogativas que posee un Estado, una vez evidenciada la soberanía del mismo, Fowler y Bunck nos indican lo siguiente:

Una entidad política que ha alcanzado el estatus de Estado soberano se presume por sus pares capaz de recibir los derechos internacionales fundamentales. En virtud del Derecho Internacional, los Estados soberanos pueden aprovechar diversos derechos sustanciales, incluidos los de expropiación, de inmunidad soberana, diplomática y de jurisdicción sobre cuestiones jurídicas en el país y, cada vez más, en el extranjero. Entre muchos otros derechos notables, los Estados soberanos pueden reconocer nuevos Estados, negociar tratados y firmar acuerdos, declarar la guerra y concluir la paz, proteger a los ciudadanos nacionales que viajan al extranjero, emitir votos en organizaciones internacionales e incluso registrar barcos para navegar en alta mar. De esta forma, el estatus soberano identifica un conjunto especial de miembros en la comunidad internacional: el club exclusivo de Estados soberanos (Fowler y Bunck 1995: 12).

El ordenamiento y ponderación de las prerrogativas mencionadas vienen determinadas esencialmente porque la soberanía es un atributo esencial del Estado que viene reconocido en el artículo 2º.1 de la Carta de las Naciones Unidas bajo el principio de la igualdad soberana de los Estados², que constituye base de la comunidad internacional, por el cual se admite, entre otras cosas, que un Estado tiene el derecho exclusivo a ejercer dentro de su territorio las competencias que le sean propias y a velar por los intereses de sus nacionales y residentes en él³. En esta línea, la igualdad soberana también implica la independencia de los Estados y la prohibición de injerir en los asuntos internos de los otros Estados. Esta igualdad soberana viene completada por el principio de inmunidad soberana para ver los alcances de este derecho de los Estados cuando estos desarrollan sus actividades más allá de sus fronteras, es decir, en la jurisdicción de otros Estados.

² Artículo 2.- Para la realización de los propósitos consignados en el Artículo 1, la Organización y sus Miembros procederán de acuerdo con los siguientes principios:

1. La Organización está basada en el principio de la igualdad soberana de todos sus Miembros.

³ Este principio se ha precisado en la Resolución N° 2625 (XXV) de la Asamblea General, en 1970, que contienen la Declaración de principios de Derecho Internacional que rigen las relaciones de amistad y cooperación entre ellos:

"Todos los Estados gozan de la igualdad soberana. Tienen iguales derechos e iguales deberes y son por igual miembros de la comunidad internacional, pese a las diferencias de orden económico, social, político o de otra índole. En particular, la igualdad soberana comprende los elementos siguientes:

- . Los Estados son iguales jurídicamente.
- . Cada Estado goza de los derechos inherentes a la plena soberanía.
- . Cada Estado tiene el deber de respetar la personalidad de los demás Estados.
- . La integridad territorial y la independencia política del Estado son inviolables.
- . Cada Estado tiene el derecho a elegir y a llevar adelante libremente su sistema político, social, económico y cultural.
- . Cada Estado tiene el deber de cumplir plenamente y de buena fe sus obligaciones internacionales y de vivir en paz con los demás Estados".

1.2.1 Concepto general.

Aunque el concepto de la inmunidad soberana para algunos autores resulta ser una reliquia anacrónica y cuyos antecedentes se encuentran en el Derecho inglés bajo la expresión “the King can do no wrong” (Chemerinsky 2001: 1241), teniendo una impronta muy fuerte a nivel de la configuración de los Derecho internos de los Estados, su entendimiento actual proviene de la práctica de los Estados de la mano de otros principios del Derecho internacional, tal como lo explica la Corte Internacional de Justicia (CIJ) en la sentencia del caso relativo a las *Inmunidades Jurisdiccionales del Estado (Alemania c. Italia; Grecia interviniente)*, señalando lo siguiente:

La Corte considera que la regla de la inmunidad del Estado juega un papel importante en derecho internacional y en las relaciones internacionales. Procede del principio de la igualdad soberana de los Estados que, tal como surge claramente del párrafo 1 del artículo 2 de la Carta de las Naciones Unidas, es uno de los principios fundamentales del orden jurídico internacional. Este principio debe ser considerado de forma conjunta con aquel en virtud del cual cada Estado mantiene su soberanía en su propio territorio, soberanía de la cual brota para él un poder de jurisdicción frente a los hechos que se produjeron sobre su suelo y con las personas que están presentes. Las excepciones a la inmunidad del Estado constituyen una derogación al principio de la igualdad soberana. La inmunidad puede constituir una derogación al principio de la soberanía territorial y al poder de jurisdicción que se desprende de este (CIJ 2012: párrafo 57).

Bajo este orden de ideas, se entiende que la inmunidad soberana es un principio del Derecho internacional consuetudinario, en virtud del cual un Estado soberano no puede ser demandado ante los tribunales de otro Estado soberano sin su consentimiento.

En un primer momento la inmunidad soberana fue entendida como una inmunidad absoluta, por lo que sin importar del asunto que se tratara ningún Estado podía ser llevado ante los jueces de un Estado extranjero. No obstante, a partir de una diferenciación entre los actos de *ius imperri* de un Estado, que responde propiamente a su poder soberano y que se encuentra regulado desde el Derecho Público, de los actos de *ius gestionis*, a través de los cuales el Estado interviene en la economía actuando como un sujeto privado, es que se introduce la concepción de la inmunidad restrictiva por el cual sólo los actos de *ius imperri* podrían caer bajo el manto de la inmunidad soberana,

situación que no se daría con los de *ius gestionis*. Sobre los fundamentos de esta concepción de la inmunidad soberana McMenamin nos precisa lo siguiente:

La inmunidad estatal no es una doctrina estática y los desarrollos sociales han resultado en la evolución doctrinal. De particular influencia fue el aumento de la actividad estatal en las transacciones comerciales a fines del siglo XIX y principios del XX. Esto ocurrió en el contexto de un mercado comercial global y el crecimiento de los derechos individuales. Los Estados que se dedican a transacciones comerciales con partes privadas podrían protegerse detrás de la doctrina absoluta de la inmunidad estatal. Esto creó una preocupación social apremiante de que la doctrina podría perjudicar injustamente a las empresas privadas que negociaban con los Estados. Como resultado, se desarrolló una concepción restrictiva de la inmunidad estatal. Se hizo una distinción entre los actos de *jure imperii*, actos soberanos y actos de *jure gestionis*, actos privados o comerciales de un Estado. La inmunidad alcanzaba a los actos de *jure imperii*, pero no a los actos de *jure gestionis*. (McMenamin 2013: 191-192).

1.2.2 Inmunidad de jurisdicción y ejecución.

Aunque la inmunidad de jurisdicción y ejecución tienen como matriz al principio de la inmunidad soberana o estatal, ambos presentan diferencias muy marcadas tanto en su caracterización como en su operatividad, para lo cual será de gran apoyo los conceptos expuestos por la CIJ en el asunto relativo a *Inmunidades Jurisdiccionales del Estado (Alemania c. Italia; Grecia interviniente)*.

De manera general se indica que la inmunidad de jurisdicción implica que ningún Estado podrá ser demandado ni sometido ante los tribunales de otros Estados; mientras que por la inmunidad de ejecución el Estado y sus bienes no podrán ser objeto de medidas de ejecución o embargo por parte de los órganos judiciales y administrativos de un tercer Estado (Negro 2012: 243).

Esta diferenciación supone a su vez que se tengan reglas distintas provenientes del Derecho internacional consuetudinario para ambos conceptos, tal como lo señala la CIJ: “Las reglas de derecho internacional consuetudinario relativas a la inmunidad de ejecución y aquellas que gobiernan la inmunidad de jurisdicción (entendida *stricto sensu* como el derecho de un Estado de no ser sometido a un proceso judicial ante los tribunales

de otro Estado) son distintas y deben ser objeto de una aplicación separada” (CIJ 2012: párrafo 113).

En esta medida, la CIJ encuentra que la inmunidad de ejecución presenta un nivel de protección diferente al de la inmunidad de jurisdicción, no estando supeditada aquella a las excepciones que se puedan presentar con la segunda, por lo cual indica lo siguiente:

... la inmunidad de ejecución de la que gozan los Estados en lo relativo a sus bienes situados en territorio extranjero va más allá de la inmunidad de jurisdicción que tienen esos mismos Estados ante los tribunales extranjeros. Aún si un fallo ha sido emitido de forma regular en contra de un Estado extranjero en circunstancias tales que este último no podía prevalerse de la inmunidad de jurisdicción, no surge *ipso facto* que el Estado condenado pueda ser objeto de medidas de fuerza, sobre el territorio del Estado de la jurisdicción o en aquel de un tercer Estado, en aras de hacer ejecutar el fallo en causa. Igualmente, la eventual renuncia de un Estado a su inmunidad de jurisdicción ante un tribunal extranjero no es válida *per se* como renuncia a la inmunidad de ejecución con relación a los bienes que le pertenecen y que se encuentran en territorio extranjero (CIJ 2012: párrafo 113).

Dentro de esta lógica, el primer asunto por evaluar siempre será el de la inmunidad de jurisdicción, que se puede dar en dos contextos: el primero y, más habitual, cuando propiamente los tribunales de un Estado evalúen su competencia en un proceso en donde un Estado extranjero es demandado; y, el segundo, cuando los jueces de un Estado deban dar el reconocimiento a una sentencia o mandato legal proveniente de un tercer Estado, usualmente a través de un exequátur, en donde un Estado extranjero ha sido condenado al cumplimiento de una obligación, indemnización o reparación. Al respecto, la CIJ señaló siguiente:

La inmunidad de jurisdicción permite escapar no solamente a un fallo desfavorable sino también al proceso en sí mismo. Tiene entonces necesariamente un carácter preliminar. En consecuencia, antes de poder examinar el fondo del caso llevado ante él y antes de que los hechos hayan sido establecidos, el tribunal nacional debe determinar si, respecto al derecho internacional, un Estado puede o no pretender tener inmunidad. (CIJ 2012: párrafo 82).

Luego de admitida la competencia, con un proceso que terminó con un fallo desfavorable a los intereses de un Estado extranjero, o habiéndose dado reconocimiento a una sentencia extranjera proveniente de un tercer Estado que igualmente afecta dichos intereses, lo que corresponderá será evaluar si el Estado condenado es pasible de una

medida de fuerza respecto de sus bienes situados en el exterior, fase en donde mostrará su operatividad la inmunidad de ejecución. Sobre este aspecto de la inmunidad soberana, la Comisión de Derecho Internacional se pronunció en los siguientes términos: "A menos que se pronuncie un fallo contra un Estado en términos tales que sus condiciones puedan satisfacerse, no surge la cuestión de la ejecución o la posibilidad de la ejecución contra los bienes de Estado. Si se pronuncia dicho fallo, el Estado todavía puede alegar inmunidad de ejecución para oponerse a una providencia en que se dicte este tipo de medida". (CDI 1985: 30).

Sobre la base de la figura de la inmunidad restrictiva que tiene en estos tiempos la inmunidad soberana, la inmunidad de jurisdicción se debe entender ante todo como una excepción de carácter procesal que evita el sometimiento de un Estado ante los tribunales de un Estado extranjero, pero que de acuerdo a la práctica judicial de los Estados y a lo previsto en sus legislaciones, a su vez presenta muchas excepciones por las cuales no se podría hacer valer la misma.

A efectos del presente trabajo, conviene señalar entre estas excepciones a las que responden al consentimiento expreso al ejercicio de la jurisdicción y a la participación del Estado en transacciones mercantiles, para lo cual será de suma utilidad lo contemplado en la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes* aprobado por la Asamblea General de Naciones Unidas en Nueva York el 2 de diciembre de 2004. A pesar de que este instrumento internacional no se encuentra vigente, es un referente importante en la búsqueda de una uniformidad y claridad de los conceptos en esta materia, pues tal como se señala en el primer párrafo del preámbulo de esta Convención, *las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes constituyen un principio generalmente aceptado en el derecho internacional consuetudinario*; siendo que la ventaja de su adopción según se indica en el tercer párrafo del mismo preámbulo es que la misma *fortalecería la preeminencia del derecho y la seguridad jurídica, particularmente en las relaciones de los Estados con las personas naturales o jurídicas, y contribuiría a codificar y desarrollar el derecho internacional y a armonizar la práctica en este ámbito*.

Conforme a la práctica internacional la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes* adopta la teoría restrictiva de la inmunidad, por el cual los

Estados mantienen su inmunidad cuando participan en actividades soberanas (*acta jure imperii*), pero se los trata como entidades privadas cuando surgen reclamaciones de sus transacciones comerciales o actividades de "derecho privado" (*acta jure gestionis*) (Stewart 2011: 1050-1051). En tal sentido, el núcleo conceptual de esta Convención es establecer las reglas relacionadas a las excepciones que enfrentan los Estados cuando participan en transacciones comerciales, no obstante las limitaciones a la inmunidad estatal se extienden mucho más allá de las excepciones para estas transacciones, de esta manera el Artículo 7⁴ cubre situaciones en las que el Estado en cuestión ha consentido expresamente en el ejercicio de la jurisdicción del tribunal extranjero con respecto a una materia específica o caso por acuerdo internacional, contrato escrito, o por declaración o comunicación escrita (Stewart 2011: 1051).

En torno a los procesos en que la inmunidad del Estado no se puede hacer valer cuando el mismo haya participado en transacciones mercantiles, es importante tener en cuenta que en el acápite ii) del literal c) del numeral 1 del artículo 2° de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*, se incluye dentro de la idea de transacción mercantil a *todo contrato de préstamo u otra transacción de carácter financiero, incluida cualquier obligación de garantía o de indemnización concerniente a ese préstamo o a esa transacción*. En este punto, corresponde indicar que sin perjuicio de adoptar un enfoque formal, que pregunta cuándo o en qué condiciones deben los tribunales otorgar inmunidad, o un enfoque funcional, que pregunta por qué los tribunales lo otorgan, especialmente cuando un caso no se encuentra en una de las condiciones enumeradas, lo concreto es que esta disposición nos ubica en la teoría de la inmunidad restrictiva (Donoho 2009: 671-672), estableciéndose en el artículo 10⁵ de esta

4 Artículo 7 Consentimiento expreso al ejercicio de jurisdicción

1. Ningún Estado podrá hacer valer la inmunidad de jurisdicción en un proceso ante un tribunal de otro Estado en relación con una cuestión o un asunto si ha consentido expresamente en que ese tribunal ejerza jurisdicción en relación con esa cuestión o ese asunto:

- a) por acuerdo internacional;
- b) en un contrato escrito; o
- c) por una declaración ante el tribunal o por una comunicación escrita en un proceso determinado.

2. El acuerdo otorgado por un Estado respecto de la aplicación de la ley de otro Estado no se interpretará como consentimiento en el ejercicio de jurisdicción por los tribunales de ese otro Estado.

5 Artículo 10 Transacciones mercantiles

1. Si un Estado realiza una transacción mercantil con una persona natural o jurídica extranjera, y si en virtud de las normas aplicables de derecho internacional privado los litigios relativos a esa transacción mercantil corresponden a la jurisdicción de un tribunal de otro Estado, el Estado no podrá hacer valer la inmunidad de jurisdicción ante ese tribunal en ningún proceso basado en dicha transacción mercantil.

2. Lo dispuesto en el párrafo 1 no se aplica:

- a) en el caso de una transacción mercantil entre Estados; o
- b) si las partes en la transacción mercantil han pactado expresamente otra cosa.

Convención las reglas aplicables para esta excepción central, por el cual ningún Estado puede invocar la inmunidad en un procedimiento que surja de una transacción mercantil con una persona natural o jurídica extranjera cuando en virtud de las normas aplicables de derecho internacional privado los litigios relativos a esa transacción mercantil corresponden a la jurisdicción de un tribunal de otro Estado (Stewart 2011: 1051).

Por el lado de la inmunidad de ejecución y su operatividad posterior a la emisión de un fallo condenatorio contra un Estado, es importante tener en cuenta que el artículo 19⁶ de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes* que establece las condiciones que deben cumplirse para poder hacer viable medidas coercitivas sobre los bienes estatales sin vulnerar el principio de ejecución, el mismo que está en concordancia con las decisiones de muchas cortes nacionales tal como lo sintetiza la Corte Internacional de Justicia:

En efecto, le basta constatar que existe al menos una condición que debe ser llenada para que una medida de fuerza pueda ser tomada frente a un bien perteneciente a un Estado extranjero: que el bien en causa sea utilizado para las necesidades de una actividad que no persiga fines de servicio público no comerciales, o que el Estado propietario haya consentido expresamente en la aplicación de una medida de fuerza, o también que este Estado haya destinado el bien en causa a la satisfacción de una demanda judicial (CIJ 2012: párrafo 118).

Al respecto se debe tener en cuenta que al igual que ocurre con la renuncia a la inmunidad de jurisdicción, en los contratos de préstamo entre los Estados y los inversores a menudo contemplan la suspensión de la inmunidad respecto de las medidas adoptadas

3. Cuando una empresa estatal u otra entidad creada por un Estado que esté dotada de personalidad jurídica propia y tenga capacidad:

a) para demandar o ser demandada; y
b) para adquirir bienes, tener su propiedad o posesión y disponer de ellos, incluidos bienes que ese Estado le haya autorizado a explotar o a administrar, intervenga en un proceso relativo a una transacción mercantil en la cual sea parte dicha entidad, la inmunidad de jurisdicción de que goce ese Estado no resultará afectada.

⁶ Artículo 19 Inmunidad del Estado respecto de medidas coercitivas posteriores al fallo

No podrán adoptarse contra bienes de un Estado, en relación con un proceso ante un tribunal de otro Estado, medidas coercitivas posteriores al fallo como el embargo y la ejecución, sino en los casos y dentro de los límites siguientes:

a) cuando el Estado haya consentido expresamente en la adopción de tales medidas, en los términos indicados:

i) por acuerdo internacional;

ii) por un acuerdo de arbitraje o en un contrato escrito; o

iii) por una declaración ante el tribunal o por una comunicación escrita después de haber surgido una controversia entre las partes; o

b) cuando el Estado haya asignado o destinado bienes a la satisfacción de la demanda objeto de ese proceso; o

c) cuando se ha determinado que los bienes se utilizan específicamente o se destinan a su utilización por el Estado para fines distintos de los fines oficiales no comerciales y que se encuentran en el territorio del Estado del foro, si bien únicamente podrán tomarse medidas coercitivas posteriores al fallo contra bienes que tengan un nexo con la entidad contra la cual se haya incoado el proceso.

para ejecutar un laudo arbitral o una decisión judicial, sin embargo para que se dé una efectividad de esta renuncia, por ejemplo para la extensión de las medidas de embargo sobre las cuentas bancarias de los Estados, algunos tribunales nacionales han exigido una renuncia explícita sobre estos bienes, es decir, que no es suficiente una renuncia general a la inmunidad de ejecución, sino se requeriría una exención específica y explícita para la renuncia a la inmunidad de embargo (Ryngaert 2013: 84-85)⁷.

Dentro de las excepciones planteadas al principio de inmunidad de ejecución resulta pertinente destacar lo dispuesto en literal c) del artículo 19° citado que deja abierta la puerta para la aplicación de medidas coercitivas respecto de aquellos bienes estatales ubicados en el exterior que se destinan para fines no enmarcados en fines oficiales no comerciales de los Estados. Sin embargo, en el artículo 21° de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*, en aras de contribuir a eliminar las dudas respecto de qué bienes podrían encontrarse bajo el manto del literal c) del artículo 19°, se establece una lista de bienes que no podrían ser objeto de medidas coercitivas de ningún tipo, ello sin perjuicio de lo previsto en el artículo 18°⁸ y los literales a) y b) del artículo 19° de esta Convención, en esta medida se dispone lo siguiente:

Artículo 21 Clases especiales de bienes

1. No se considerarán bienes utilizados o destinados a ser utilizados específicamente por el Estado para fines que no sean un servicio público no comercial conforme a lo dispuesto en el apartado c) del artículo 19:

a) los bienes, incluida cualquier cuenta bancaria, que sean utilizados o estén destinados a ser utilizados en el desempeño de las funciones de la misión diplomática del Estado o de sus oficinas consulares, sus misiones especiales, sus misiones ante organizaciones internacionales o sus delegaciones en órganos de organizaciones internacionales o en conferencias internacionales;

⁷ Los tribunales franceses son un buen ejemplo. En *Russian Federation v. Noga Import / Export Company* (2000), el Tribunal de Apelaciones de París sostuvo que "[la] simple declaración en los contratos en disputa, sin más detalles, de que " el prestatario renuncia a todos los derechos de inmunidad con respecto a la aplicación del laudo arbitral dictado contra ella en relación con este contrato "no manifiesta la intención inequívoca de que el prestatario del estado renuncie". 56 En la misma línea, en *NML Capital y Argentina* (2011), el Tribunal de Casación francés requirió una exención específica y explícita para la renuncia a la inmunidad de embargo.

⁸ **Artículo 18 Inmunidad del Estado respecto de medidas coercitivas anteriores al fallo**

No podrán adoptarse contra bienes de un Estado, en relación con un proceso ante un tribunal de otro Estado, medidas coercitivas anteriores al fallo como el embargo y la ejecución, sino en los casos y dentro de los límites siguientes:

a) cuando el Estado haya consentido expresamente en la adopción de tales medidas, en los términos indicados:

i) por acuerdo internacional;

ii) por un acuerdo de arbitraje en un contrato escrito; o

iii) por una declaración ante el tribunal o por una comunicación escrita después de haber surgido una controversia entre las partes; o

b) cuando el Estado haya asignado o destinado bienes a la satisfacción de la demanda objeto de ese proceso.

- b) los bienes de carácter militar o los que sean utilizados o estén destinados a ser utilizados en el desempeño de funciones militares;
 - c) los bienes del banco central o de otra autoridad monetaria del Estado;
 - d) los bienes que formen parte del patrimonio cultural del Estado, o parte de sus archivos, y no se hayan puesto ni estén destinados a ser puestos en venta;
 - e) los bienes que formen parte de una exposición de objetos de interés científico, cultural o histórico y no se hayan puesto ni estén destinados a ser puestos en venta.
2. Lo dispuesto en el párrafo 1 se entenderá sin perjuicio de lo previsto en el artículo 18 y los apartados a) y b) del artículo 19.

Es importante recalcar que para cierto sector de la doctrina la relación de bienes contenida en el artículo 21° de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes* no es cerrada, tal como lo expone Carrera: "(...) la lista no es exhaustiva pues, por aplicación del artículo 19.c), siempre podríamos llegar a la conclusión de la existencia de otros bienes distintos a los mencionados en el artículo 21 que deban ser considerados bienes utilizados para un servicio público no comercial (Carrera 2006: 728)". Conforme a esta perspectiva, entendemos que los bienes o recursos que los Estados destinan para el cumplimiento de sus pagos dentro de las reestructuraciones soberanas pueden entrar en la condición de bienes utilizados para un servicio público no comercial, por lo que resulta aleccionador comprender cuál es la razón que avala la extensión del principio de inmunidad de ejecución a favor de este tipo de bienes.

La justificación general de por qué existen clases especiales de bienes que *per se* estarían cubiertos bajo el manto de la inmunidad de ejecución, por su condición de ser bienes que son utilizados o destinados a ser utilizados específicamente para fines que sean de un servicio público no comercial, no se encuentra muy bien determinada, sin embargo, se presume que estos bienes se utilizan para el normal desenvolvimiento de las actividades del Estado a nivel internacional, es decir, más allá de sus fronteras, por lo que las medidas que sobre ellos se adopten pueden interferir de manera no deseada con estas prestaciones, lo que validaría que estos bienes estén libres de cualquier medida coactiva (Herz 2005: 13).

En esta medida, resulta necesario encontrar en cada uno de estos bienes cuál es la importancia o relevancia concreta que representa para los Estados que justificaría la

extensión de la inmunidad de ejecución. A efectos de esta investigación, de los bienes mencionados expresamente en el citado artículo 21° resulta de interés el incidir en el caso de los bienes del Banco Central o de otra autoridad monetaria del Estado, por tener una mayor correspondencia con los bienes que los Estados destinan para el pago de sus obligaciones soberanas en el contexto de la deuda externa. Así, se indica que a diferencia de la protección concedida a los bienes militares o diplomáticos que responde más a un aspecto funcional de los mismos, en el caso de los bienes de los Bancos Centrales su protección está más ligado a la incidencia que tienen a nivel general en las economías de los países, y cuyo reforzamiento fue pensado sobre todo en la salvaguarda de los intereses de los Estados en vías de desarrollo (Carrera 2006: 732).

Bajo este norte conceptual, se puede concluir que en una primera aproximación es válido que la deuda soberana de los Estados sea analizada conforme a las instituciones propias del Derecho de los Contratos, sobre todo en lo que respecta al origen y las disposiciones insertas en los instrumentos de esta deuda como son los créditos sindicados y bonos. No obstante, teniendo en cuenta que el contrato no es solo una cuestión privada sino también una institución social, por sus efectos que llega a tener en el desarrollo de las sociedades, la deuda soberana no puede ser analizada únicamente con el prisma del Derecho de los Contratos, más aún cuando en esta deuda participan los Estados, entes soberanos que traen detrás de sí los intereses generales o públicos de sus poblaciones. Por tal motivo, a partir del hecho que la deuda soberana tiene un alcance que traspasa las fronteras de cada Estado y se presenta como un fenómeno de carácter transnacional, y cuyas crisis en lo que respecta al cumplimiento de la misma compromete la estabilidad económica y financiera de los países, en especial cuando se presenta la figura del *default* soberano, se torna indispensable considerar a las instituciones del Derecho Internacional.

En esta medida, la deuda soberana siempre supuso un diálogo entre el Derecho de los Contratos y el Derecho Internacional, siendo una de las instituciones que sirve como puente de este dialogo el principio de inmunidad soberana que aborda, entre otros puntos, los problemas que presentan los Estados ante los juicios incoados por los privados en una jurisdicción extranjera que pueden devenir en la emisión de sentencias que dispongan medidas de ejecución sobre los bienes estatales situados en el exterior. Este principio debe ser nuevamente considerado para encontrar una salida normativa a las repercusiones jurídicas y económicas que se generan por la acción especulativa de los

Holdouts en la compra de la deuda soberana y el bloqueo que realizan mediante acciones judiciales a las reestructuraciones de esta deuda implementada por los Estados con el consenso de la comunidad internacional, situación que quedará en evidencia en el siguiente capítulo con el estudio de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*.



CAPÍTULO II: LA VULNERABILIDAD DE LAS REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA SOBERANA A PARTIR DE LOS CASOS *ELLIOTT VS PERÚ* Y *NML CAPITAL VS ARGENTINA*

La amenaza real de los *Holdouts* contra las reestructuraciones de la deuda soberana implementadas por los Estados no se concretizan con las sentencias obtenidas ante los tribunales extranjeros –elegidos en los instrumentos de deuda- que reconocen la obligación de los sujetos soberanos de cumplir con el íntegro del principal y los intereses respectivos a favor de estos acreedores, y sin entrar a evaluar la renuencia de los *Holdouts* en estas reestructuraciones. En todo caso, muchas veces estas victorias judiciales resultan ser simbólicas, ya que la ejecución de las sentencias está supeditada a la existencia de bienes embargables de los Estados en el extranjero, lo cual resulta muy difícil debido a que los Estados, en la medida de lo posible, procuran que los *Holdouts* sólo tengan a su alcance bienes premunidos de la inmunidad de jurisdicción y/o ejecución. En realidad, la vulneración de las reestructuraciones de deuda soberana se manifiesta con las acciones judiciales que son posteriores a las sentencias que reconocen las obligaciones que tienen los Estados con los *Holdouts*, al buscarse quebrar o paralizar el circuito de pago a favor de los *Holdins*.

Los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* son muy aleccionadoras del panorama descrito, correspondiendo indicar que los mismos presentan rasgos comunes: a) vínculo con la jurisdicción de Nueva York, b) tener al mismo grupo inversor detrás de las demandas y c) el foco de atención, tanto a nivel judicial como doctrinario, giró en torno a los alcances de la cláusula contractual *pari passu*, respecto de las obligaciones asumidas por los Estados con sus acreedores, tanto *Holdins* y *Holdouts*. Al final, estos casos evidencian como una disputa de orden contractual puede desbocarse y tener un efecto exponencial de orden internacional, cuando a través de acciones judiciales se pueden minar o bloquear las reestructuraciones de deuda soberana, creándose situaciones de *default* soberano, amenaza que se cernió sobre el Estado peruano, pero que en el caso del Estado argentino sí se concretizó.

En esta medida, en el presente capítulo se mostrará el desarrollo de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*, conviniendo hacer un corte en ambos casos entre la

etapa en donde se discutió el alcance de la obligaciones asumidas por los Estados con los *Holdouts*, para luego entrar a profundizar en aquella fase en donde se produjo el bloqueo de las reestructuraciones de deuda soberana, creándose las situaciones de *default* soberano, sin dejar de pasar que en el desenlace de ambos casos tuvo un rol central la interpretación otorgada a la cláusula *pari passu*.

2.1 Caso *Elliott vs Perú*:

El caso *Elliott vs Perú* llamó poderosamente la atención en el mundo académico por la trascendencia que tuvo en el mismo la interpretación de la cláusula *pari passu*, que empoderó las pretensiones de los *Holdouts* para obtener de forma inmediata el pago íntegro de sus acreencias sin recurrir a los planes de reestructuración de la deuda soberana; sin embargo, este caso también se destaca por ser uno de los primeros juicios que revela la fragilidad que tienen estos planes de reestructuración ante las medidas judiciales interpuestas por estos *Holdouts* que paralizan la cadena de pagos a favor de los *Holdins*, cuando aquellos no pueden ejecutar las sentencias que les reconocen sus acreencias. En esta medida, será importante revelar los principales hechos de este litigio, cuya primera parte se desarrolló ante los tribunales de Nueva York, para tener su desenlace en Europa, concretamente en el foro de Bruselas.

2.1.1 La protección de los derechos de *Elliott* en la jurisdicción de Nueva York y su reconocimiento en otros Estados.

En el contexto de la crisis de la deuda latinoamericana que se presentó en la década de los 80's del siglo pasado, el Estado peruano en el año de 1983 se vio obligado a expresar que contaba con insuficientes reservas de divisas para atender el servicio de su deuda externa (Escobar 2011: 109). Dicha situación motivó que el Perú entre en negociaciones con sus principales acreedores comerciales, agrupados en torno al Comité Asesor de Bancos, que dieron lugar a una serie de acuerdos de refinanciación como las cartas convenio de fecha 07 de marzo y 31 de mayo de 1983, suscritas entre los bancos y empresas estatales del Perú y sus acreedores extranjeros, garantizadas por el gobierno peruano, presentándose los casos del Banco de la Nación, por un monto ascendente a \$ 7,000,000.00 de dólares del principal, y del Banco Popular, por un monto ascendente a \$ 13,682,699.04 de dólares del principal, que darán lugar *a posteriori* a la acción judicial

entablada por *Elliott*. Estas cartas convenio y las garantías⁹ se encontraban regidas por la legislación de Nueva York (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 8-16).

Sin embargo, el Perú mantuvo sus restricciones para el pago de su deuda externa, incurriendo en mora respecto de sus obligaciones contraídas con los organismos multinacionales, nacionales extranjeros y prestamistas comerciales extranjeros. Ante las demandas judiciales presentadas principalmente por estos últimos, a partir de marzo de 1990 el gobierno peruano, en el contexto de la adopción de las directrices del Plan *Brady*¹⁰, suscribió en octubre de 1990 un acuerdo con el Comité Asesor de Bancos para la suspensión de los juicios en trámite con el objeto de entrar en negociaciones destinadas a reestructurar la deuda peruana garantizada por el Estado; y, casi un año después, en setiembre de 1991, el Perú y el FMI celebraron un acuerdo de reestructuración de la economía peruana (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 16-17).

Para diciembre de 1994 todas las demandas de los acreedores que habían enjuiciado al Perú, con excepción de *Pravin Banker Associates Ltd.* ("Pravin Banker"), fueron desestimadas, y el 27 de octubre de 1995 el gobierno peruano y el Comité Asesor de Bancos anunciaron públicamente un acuerdo en principio destinado a establecer un plan de reestructuración de la deuda acorde con el Plan *Brady*. El acuerdo contemplaba un monto de deuda cuyo valor nominal era de \$ 4,4 mil millones de dólares, prácticamente la totalidad de la deuda comercial externa contraída por el Perú y deudores de los sectores público y privado peruanos (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 17).

En este contexto y después de concretarse el citado acuerdo, *Elliott* comenzó acumular deuda peruana; y, así en una serie de cinco transacciones ocurridas entre el 31 de enero de 1996 y el 01 de marzo de 1996, *Elliott* compró, de manos del *Swiss Bank Corporation* y

⁹ Las Cartas Convenio y la Garantía otorgan a su poseedor, entre otras cosas, el derecho de recibir en pago la totalidad del principal, más los intereses fijados según las Cartas Convenio. Las Cartas Convenio y la Garantía asimismo otorgan a su poseedor el derecho de exigir el pago de honorarios de abogado, costos y costas que se haya afrontado para hacer cumplir las Cartas Convenio y la Garantía (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 8).

¹⁰ Bajo la nueva política, conocida como "el Plan Brady", se instó a los prestamistas para que, de manera voluntaria, condonaran parte de la deuda no atendida por los países menos desarrollados, reestructuran el saldo de la deuda que quedaba pendiente de pago y continuaran otorgando préstamos adicionales a estos países (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 16).

el *ING Bank, N.V.* la totalidad del derecho, titularidad y participación sobre el total de los \$ 20,682,699.04 de dólares del principal, más todos los intereses vencidos e impagos, correspondientes a la deuda por capital de trabajo¹¹ contraída por el Banco de la Nación y el Banco Popular del Perú¹² (deuda garantizada por el Estado peruano en mérito a la cartas de convenio del 31 de mayo de 1983) (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 6).

Es preciso señalar que antes de la adquisición de la deuda peruana *Elliott* no tenía ninguna experiencia en el manejo de deuda garantizada por Estados de mercados emergentes, ya que se dedicaba a la compra de activos de empresas deudoras en quiebra, empresas recién salidas de una situación de quiebra o empresas que tenían que declararse formalmente en quiebra (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 9-10).

Por otro lado, entre enero y junio de 1996, se negoció la hoja de términos sobre la reestructuración de la deuda peruana, la misma que fue emitida el 05 de junio de 1996, solicitándose a los acreedores que, a más tardar el 31 de julio de 1996, presentaran su decisión de comprometerse a participar en la reestructuración, siendo que de los 180 acreedores elegibles para participar en la reestructuración de la deuda peruana, sólo *Elliott* y *Pravin Banker* se rehusaron a hacerlo (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 18). Por el contrario, *Elliott*, alentado por el resultado del juicio entre el Estado peruano y *Pravin Banker*, en octubre de 1996 demandó a la República del Perú y al Banco de la Nación ante una Corte Distrital de Nueva York por el pago total de la acreencia adquirida al *Swiss Bank Corporation* y al *ING Bank, N.V.*,

¹¹ La deuda por capital de trabajo está constituida por préstamos directos entre un único prestamista y una entidad de un Estado extranjero; normalmente tiene menor cuantía que la deuda suscrita por consorcio bancario y por lo general está documentada por una carta convenio. Por el contrario, la deuda suscrita por consorcio bancario es una deuda suscrita por un banco principal que lleva libros y registros de todos los acreedores. La deuda por capital de trabajo es más difícil de negociar que la deuda suscrita por consorcio bancario porque, entre otras razones, no cuenta con un banco agente que se responsabilice de llevar los libros y registros sobre la titularidad del préstamo y los montos pendientes de pago, lo que sí ocurre en el caso de la deuda suscrita por consorcio bancario. En la deuda por capital de trabajo, al no existir un banco agente, los compradores básicamente tienen que confiar en que el vendedor les transferirá un título de propiedad válido sobre una obligación válida que permanece pendiente de pago. Por estas razones, la deuda por capital de trabajo normalmente se negocia con un descuento de cuatro a seis por ciento en comparación con la deuda suscrita por consorcio bancario (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 6-7).

¹² Las operaciones de compra fueron como sigue: (1) el 31 de enero de 1996, SBC vendió \$ 5,000,000.00 de dólares del principal a \$ 2,589,500.00 de dólares; (2) el 6 de febrero de 1996, ING vendió \$ 2,000,000.00 de dólares del principal a \$ 1,090,000.00 de dólares; (3) el 14 de febrero de 1996, SBC vendió \$ 5,000,000.00 de dólares del principal a \$ 3,250,000.00 de dólares; (4) el 14 de febrero de 1996, SBC vendió \$ 5,000,000.00 de dólares del principal a \$ 2,589,500.00 de dólares; y, (5) el 01 de marzo de 1996, SBC vendió \$ 3,682,679.55 de dólares del principal a \$ 1,907,259.83 de dólares (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 7).

intentando asimismo interferir con el cierre del Plan *Brady*, al solicitar el embargo preventivo del monto correspondiente al pago adelantado de intereses y un juicio sumario, solicitudes que fueron denegadas por la corte que ordenó pasar a una etapa probatoria del proceso judicial (Ministerio de Economía y Finanzas 2000), lo que facilitó que para el 08 de noviembre de 1996, el Perú y sus acreedores suscribieran un Acuerdo de Intercambio para ejecutar la reestructuración, el cual se formalizó el 07 de marzo de 1997 (United States District Court for the Southern District of New York 1998: 18).

En agosto de 1998, el juez de primera instancia declaró infundada la demanda de *Elliott*, dándole la razón al Perú, estableciendo que, tal como se había sustentado durante el proceso judicial, *Elliott* había comprado la deuda peruana con la sola intención y el propósito de iniciar un procedimiento judicial, lo que bajo la ley de Nueva York se conoce como "Champerty" (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

Ante tal situación, *Elliott* apeló contra la sentencia de primera instancia ante la Corte de Apelaciones de Nueva York y, simultáneamente, inició acciones destinadas a lograr que se modifique retroactivamente la norma referida a la figura conocida como "Champerty" sobre la cual el juez había fundamentado su fallo a favor del Perú. Con el apoyo de distintas organizaciones y países el Estado peruano logró impedir la aprobación de esta enmienda. El Perú contrató, a través de *Baker & Hostetler*, abogados, la firma de lobby *Bond, Schoeneck & King LLP* para que se apoye a la causa peruana ante el Congreso de Estados Unidos de América (Ministerio de Economía y Finanzas 2000). Sin embargo, el 20 de octubre de 1999, la Corte de Apelaciones revocó el fallo de primera instancia y le dio la razón a *Elliott*. La Corte de Apelaciones regresó el expediente a la Corte Distrital para que se determine el monto de la deuda y ambas partes presentaron pruebas sustentando su posición (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

A partir de noviembre de 1999 se inició una larga etapa durante la cual el Perú defendió su posición tratando de revertir la decisión de la Corte de Apelaciones. Paralelamente, el 2 de noviembre de 1999, a solicitud de *Elliott*, la Corte Distrital dictó una orden de embargo preventivo contra las propiedades del Perú y el Banco de la Nación ubicadas en Nueva York para fines comerciales, así como una orden de restricción que impedía la salida de cualquier activo del Perú y del Banco de la Nación, así como la transferencia de fondos (Ministerio de Economía y Finanzas 2000). Dado que, a esa fecha, el Banco de la

Nación no mantenía bienes comerciales en Nueva York, la orden de embargo y restricción no afectó sus activos, pero se tuvo que salir de esa plaza financiera, teniendo que recibir desembolsos de los préstamos externos en otras jurisdicciones tales como Miami y los pagos de deuda externa se efectuaron a través de cuentas de COFIDE (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

El 30 de mayo de 2000, la Corte Distrital rechazó los argumentos de la defensa peruana y aceptó la petición de *Elliott* para dictar sentencia, otorgándole además intereses compuestos (Ministerio de Economía y Finanzas 2000). El 22 de junio de 2000, la Corte Distrital dictó la resolución que fijó el monto que la República del Perú debía pagar en \$ 55,660,831.56 de dólares, devengando intereses diarios de US \$ 17,599.12 de dólares, sin definir el monto de los gastos legales que se debían reconocer a *Elliott*. Además, la referida resolución dispuso que *Elliott* podía ejecutar la sentencia contra bienes del Estado peruano y del Banco de la Nación ubicados en los Estados Unidos de América destinados para uso comercial. El Perú interpuso mociones contra la citada resolución a fin de desestimar la demanda y que no consideren los intereses compuestos (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

A partir de esa fecha, *Elliott* comenzó a inscribir esta resolución en diversos estados de Estados Unidos de América, tales como Washington, Maryland y Miami a efectos de trabar embargos sobre la propiedad del Perú y el Banco de la Nación. Más aún, *Elliott* inició acciones judiciales en diferentes países de Europa para ejecutar la resolución emitida por la Corte Distrital que ordenaba el embargo preventivo (Ministerio de Economía y Finanzas 2000). Dado que el Perú recibió notificaciones de embargos de diferentes países, tuvo que suspender la recepción de desembolsos para evitar riesgos de embargo; diseñándose un mecanismo de recepción de desembolsos y de pagos con los organismos internacionales en especial con el Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

Dado que *Elliott* no obtuvo el objetivo que buscaba con los embargos, solicitó y obtuvo otra resolución de la Corte Distrital ordenando el embargo de los montos depositados por el Perú en el *Chase Manhattan Bank* de Nueva York, destinados al pago semestral de intereses a los tenedores de bonos *Brady*, agravándose la situación financiera del país (Ministerio de Economía y Finanzas 2000).

Hacia setiembre del año 2000, la situación del Perú a consecuencia del proceso judicial iniciado por *Elliott* era complicada, tanto el Perú como el Banco de la Nación tenían órdenes de embargo contra sus activos comerciales en Nueva York. Asimismo, de acuerdo a la resolución de la Corte Distrital, *Elliott* podía ejecutar la sentencia en cualquier lugar de los Estados Unidos de América. Esto originó dificultades de tipo operativo y se diseñaron nuevos procedimientos para recibir desembolsos de préstamo del exterior y pagar obligaciones externas, mediante los cuales se recibían los desembolsos y efectuaban los pagos al exterior a través de plazas financieras fuera de Nueva York (Ministerio de Economía y Finanzas 2000: 1). En este contexto, *Elliott* inició procedimientos judiciales en distintas jurisdicciones, tales como Alemania, Holanda, Bélgica, Inglaterra, Luxemburgo y Canadá, con el objetivo de embargar activos del Banco de la Nación o del Estado peruano, lo que causó aún más dificultades para operar en el extranjero (Ministerio de Economía y Finanzas 2000: 1).

De acuerdo con el informe de fecha 13 de octubre de 2000, remitido por el abogado Mark A. Cymrot al señor Carlos Boloña Behr, Ministro de Economía y Finanzas del Perú, luego de la orden de la Corte de Nueva York del 22 de junio de 2000, y en contravención a los alcances de la misma, *Elliott* hizo esfuerzos para embargar bienes del Perú y del Banco de la Nación en el extranjero, y a pesar de las gestiones realizadas en Alemania, Holanda, Bélgica, Inglaterra, Luxemburgo y Canadá no pudo encontrar bienes (Baker & Hostetler LLP 2000: 6); de lo contrario, ello hubiera dado lugar al inicio por parte de *Elliott* de los respectivos procesos de exequátur en dichos países para el reconocimiento y ejecución de la sentencia proveniente del foro neoyorkino.

Conforme a los hechos expuestos, si bien en un primer momento en el caso *Elliott vs Perú* la justicia neoyorkina fue favorable a los intereses del Estado peruano, al adoptar en primera instancia la doctrina “Champerty” que proscribía la acción de compra de créditos vencidos para luego interponer demandas judiciales, en segunda instancia esta justicia, siguiendo la corriente tradicional de favorecer el mercado secundario de la deuda soberana en *default*, sentenció a favor de *Elliott*¹³, por lo que al Estado peruano se le

¹³ Sobre este punto la Corte de Apelaciones señaló lo siguiente: “(...) el daño significativo que [causaría] al Perú y otros países en desarrollo [la resolución del juez Sweet]. La interpretación del Tribunal del Distrito, [podría traer aparentada] una considerable disminución del acceso al préstamo para [estas] Naciones. (...) Una amplia lectura de la Sección 489, afectaría severamente la compra de deuda de alto riesgo por el aumento de la probabilidad de no pago. [Si la sentencia no

impuso la obligación de reconocer el monto exigido por este *Vulture Fund*, que no representaba el valor de la deuda adquirida al *Swiss Bank Corporation* y al *ING Bank, N.V.*, sino el principal original más los intereses generados. Sin embargo, la obtención de una sentencia favorable no resultó suficiente para que *Elliott* pueda hacerse pago de la acreencia adquirida en el mercado secundario de la deuda soberana, ya que encontró muchas dificultades para su ejecución, al no ubicarse bienes embargables del Estado peruano en los Estados Unidos. Esta situación dará lugar, como veremos a continuación, que *Elliott* fuerce el pago al Estado peruano a través del bloqueo del circuito de pago de los bonos *Brady* que se había comprometido con la mayoría de sus acreedores, en el contexto de la reestructuración de la deuda soberana del Perú aprobada en 1997, para lo cual se analizará las medidas judiciales interpuestas por este *Vulture Fund* ante la Corte de Bruselas, donde la interpretación de la cláusula *pari passu* tendrá un rol central en este aspecto.

2.1.2 Elliott y el bloqueo de los pagos de los bonos Brady.

En el contexto de las acciones adoptadas por *Elliott* para la ejecución y cumplimiento de las sentencias dictadas por los tribunales de Nueva York, para el 06 de setiembre de 2000, el Perú tenía programado el pago de los intereses semestrales de los bonos *Brady* por un monto cercano a los \$ 80,000,000.00 de dólares, que de acuerdo a los términos del Plan *Brady* dichos fondos debían ser transferidos al Agente Fiscal, rol asumido por el *Chase Manhattan Bank*, entidad que debía efectuar el pago a los acreedores que se acogieron a dicho plan a través de tres “clearing houses”: *Depositary Trust Company* en Nueva York, *Euroclear* en Bruselas y *Clearstream* en Luxemburgo (Ministerio de Economía y Finanzas 2001: 2).

Al respecto, *Elliott* interpuso una serie de acciones judiciales en Estados Unidos de América, Inglaterra, Bélgica y Luxemburgo para obtener órdenes restrictivas (*restraining orders*), que, por una parte, tenían por objetivo embargar los fondos destinados para el pago de los bonos *Brady*, y, por otra parte, buscaban bloquear las rutas de pago de estos bonos a través de los “clearing houses” (Baker & Hostetler LLP 2000: 6). El primer objetivo de *Elliott* no se llegó a concretar, debido a que si bien obtuvo una orden restrictiva

es revertida] hay altas posibilidades de que se interrumpa, o más aún, se destruya, un mercado secundario bien desarrollado de deuda soberana en default.” (Citado en Kupelian y Rivas 2004: 25)

ex parte contra el *Chase Manhattan Bank*, llegado el 06 de setiembre de 2000 el Perú no realizó transferencia alguna de fondos a este Agente Fiscal, por lo que no existían bienes que pudieran ser embargados (Baker & Hostetler LLP 2000: 6). Sin embargo, al haber aplazado este pago programado, el Perú se puso en una situación *in extremis*, en la medida que sólo tenía 30 días para cumplir con sus acreedores que se acogieron al plan de reestructuración, quienes al vencimiento de dicho plazo tenían el derecho de exigir el pago del íntegro de sus acreencias, lo cual suponía una contingencia para el Perú ascendente a \$ 3.5 billones de dólares en bonos *Brady* (Baker & Hostetler LLP 2000: 6).

Frente a esto, por el escaso tiempo que se tenía, resultaba esencial encontrar vías diferentes de pago, dado al bloqueo que se presentaba con el *Chase Manhattan Bank*; pero los esfuerzos realizados por el Estado peruano fueron infructuosos, ya que otros bancos internacionales se mostraron renuentes a dar alguna ayuda al Perú, debido a los alcances de los juicios que *Elliott* venía interponiendo contra las otras entidades que participaban en el Plan *Brady*, es decir, los “clearing houses”, logrando obtener órdenes restrictivas que interrumpieron las rutas de pago a través del *Depositary Trust Company* y el *Euroclear* (Baker & Hostetler LLP 2000: 6).

Entre estos juicios destaca en particular el que se llevó ante la justicia de Bélgica, con relación a la ruta de pago del *Euroclear*, en atención a la discusión jurídica que se presentó sobre la interpretación de la cláusula *pari passu* que se inserta en la mayoría de los instrumentos de deuda de los Estados, y que generará un precedente para posteriores litigios entre los Estados y los *Vulture Funds*, en especial, en el caso de *NML Capital vs Argentina*.

✓ La demanda ante la Corte Comercial de Bruselas

El 22 de setiembre de 2000, *Elliott* presentó una demanda *ex parte* ante el presidente de la Cámara de Comercio de Bruselas para que, por razones de “absoluta necesidad” y “extrema urgencia”, se ordene a *Morgan Guaranty Trust Company*, como operador del sistema *Euroclear*, que instruya a sus corresponsales que no acrediten en sus cuentas ningún fondo proveniente del Estado peruano o del Banco de la Nación, incluyendo aquellos montos destinados a pagar intereses de los bonos *Brady*; y, en caso de que estos fondos ya se hubieran recibido, instruir a los corresponsales para bloquear esos

montos y no tomar ninguna medida que pudiera hacer que los fondos se distribuyeran de alguna manera dentro del sistema *Euroclear* (citado en Monteagudo 2010: 208). Esta demanda fue denegada porque la Cámara de Comercio de Bruselas consideró que los requisitos de "absoluta necesidad" y "extrema urgencia" no se habían cumplido plenamente (citado en Monteagudo 2010: 208), en la medida que desestimó el argumento que la utilización del sistema de *Euroclear* para el pago de los intereses de los bonos *Brady* a los acreedores del Estado peruano, excluyendo a *Elliott*, suponía una violación de la cláusula *pari passu* (citado en Buchheit y Pam 2004: 877-878), obligación contemplada en las cartas de convenio del 31 de mayo de 1983 que fueron garantizadas por el Perú.

Elliott apeló dicha decisión ante la Corte de Apelación de Bruselas, la misma que el 26 de setiembre de 2000 emitió una orden restrictiva por la cual se exigió que el sistema *Euroclear* bloquee cualquier tipo de pago en efectivo del Perú asociado con el plan *Brady*, y, a diferencia de lo resuelto en primera instancia, esta Corte con arreglo a la cláusula *pari passu* determinó que el Perú no podía pagar a los tenedores de bonos *Brady* en detrimento de otros acreedores como *Elliott*, que debían clasificarse por igual (citado en Monteagudo 2010: 208-209), sobre la base del siguiente argumento: "además del acuerdo básico que gobierna el pago de la deuda externa del Perú los diversos acreedores se benefician de una cláusula *pari passu* que en efecto establece que la deuda debe ser pagada *a prorrata* entre todos los acreedores. Esto nos lleva a la conclusión de que, tras el pago de intereses, ningún acreedor puede ser privado de su parte proporcional" (citado en Wautelet 2011: 9).

Teniendo en cuenta que la decisión del Corte de Apelación de Bruselas y sus implicaciones en torno la cláusula *pari passu* han sido ampliamente examinadas dentro de la comunidad académica (Monteagudo 2010: 209), corresponde dar a continuación los alcances más relevantes de esta decisión en el tema de la deuda externa y los procesos de reestructuración.

✓ La invocación de la cláusula *pari passu*

El sustento del argumento utilizado por *Elliott* y aceptado por la Corte de Apelación de Bruselas sobre los alcances de la cláusula *pari passu* vino de la declaración (*affidavit*) que se encargó al profesor Andreas F. Lowenifeld, profesor en la Facultad de Leyes de la

Universidad de Nueva York, en el marco del litigio llevado entre *Elliott* y el Estado peruano ante la jurisdicción neoyorkina (Buchheit y Pam 2004: 878). El profesor Lowenfeld opinó en los siguientes términos:

No tengo dificultad en entender lo que significa la cláusula *pari passu*: significa lo que dice - una deuda determinada se clasificará por igual con otra deuda del prestatario, ya sea un individuo, una empresa o un estado soberano. Un deudor de Tom, Dick y Harry no puede decir: 'yo pagaré a Tom y Dick en forma total y, si queda algún activo remanente, le pagaré a Harry'. Si no existen suficientes fondos para pagar a todos, un deudor sujeto a una cláusula *pari passu* debe pagar a los tres acreedores bajo las mismas condiciones:

Supongamos, a modo de ejemplo, que la deuda total es de \$ 50,000 y que el deudor posee sólo \$ 30,000. Tom prestó \$20,000; Dick y Harry prestaron \$15,000 cada uno. El deudor debe pagar tres quintos de la suma adeudada a cada uno -así, \$12,000 a Tom, y \$9,000 a Dick y Harry. Obviamente, las sumas remanentes permanecerán como obligaciones del deudor. Pero si el deudor propusiera pagar \$20,000 a Tom, \$10,000 a Dick y nada a Harry, cualquier Corte podría (y debería) ordenar una medida cautelar a favor de Harry. Esta medida cautelar sería aplicable, en primer lugar, contra el deudor, aunque yo creería (dejando de lado consideraciones jurisdiccionales) que contra Tom y Dick también". (citado en Buchheit y Pam 2004: 878).

Sobre la decisión adoptada por la Corte de Apelación de Bruselas, a partir de la posición del profesor Lowenfeld, en su momento se indicó que esta puede tener sentido para algunos, en tanto que la cláusula *pari passu* establece explícitamente que los acreedores deben clasificarse en la prioridad de los pagos de forma igualitaria, y que si no hay suficiente dinero para todos los acreedores *pari passu* se les debe pagar *a prorrata* con los fondos disponibles que disponga el deudor (Gulati y Klee 2001: 637); y, que en términos formales, no se debía exagerar las consecuencias de dicha decisión en el plano jurisprudencial o en el desarrollo doctrinal, en la medida que bajo la ley belga toda decisión adoptada en virtud de una petición *ex parte* "no está relacionado con la validez legal de ningún derecho alegado por el peticionario, sino únicamente con la admisibilidad formal de la petición" (Lopez Sandoval 2002: 55), es decir, que no debía servir como un precedente para otros reclamos que pudieran presentar los *Holdouts* contra los Estados en materia de deuda externa; así, por ejemplo, en el juicio que Nicaragua afrontó contra el propio *Elliott* se presentó un resultado totalmente diferente al caso peruano (Monteagudo 2010: 210), rechazando la Corte de Apelación de Bruselas una medida cautelar para impedir que *Euroclear* procesara pagos sobre determinados bonos, argumentando que la

medida estaba dirigida a *Euroclear* como operador de un sistema de valores (citado en Monteagudo 2010: 210).

Sin embargo, otro sector de la doctrina desde un inicio consideró que en el contexto de los préstamos soberanos y los documentos de garantía la interpretación dada a la cláusula *pari passu* en el caso peruano no era tan clara, asumiendo que en absoluto la cláusula signifique que un Estado soberano que no tiene fondos suficientes deba pagar a todos sus acreedores de forma proporcional (Gulati y Klee 2001: 637). En esta línea, por ejemplo, algunas voces especializadas en la materia sostuvieron, antes y después del caso *Elliott*, que en la deuda soberana la cláusula *pari passu* es una figura que impide que los Estados intenten legitimar la discriminación entre sus acreedores mediante la promulgación de leyes o decretos que confieran un estatuto superior a cierto endeudamiento o dar una preferencia legal a ciertos acreedores sobre otros (citado en Cohen 2011: 18).

Al respecto, se proyectó que la sentencia del 26 de setiembre de 2000 emitida por la Corte de Apelación de Bruselas iba a tener efectos nocivos en los procesos de reestructuración de la deuda externa de los Estados; sobre el particular Gulati y Klee nos señalan lo siguiente:

Antes de la publicación del Dictamen de Bruselas, el problema de los holdouts se consideraba una de las principales barreras para la reestructuración ordenada de la deuda soberana y, por lo tanto, una de las fuentes de inestabilidad financiera mundial que causaba la necesidad de rescates y ese tipo de rescates. Lo que hace la Opinión de Bruselas es poner un gran martillo en manos de los holdouts, lo que les permite causar incluso más interrupciones en las reestructuraciones. Aquellos que tienden a ser holdouts tienen una posición más fuerte, y alienta a otros a resistir. Para los soberanos y, argumentamos, para la mayoría de los acreedores, esta es una situación de pesadilla. El resultado es probable que la amenaza de que Elliott y sus similares puedan embargar los flujos de pago a los acreedores obligue a los soberanos en apuros a recurrir a formas más extremas de renegociación. (Gulati y Klee 2001: 637-638).

Como veremos a continuación, el tema de la interpretación de la cláusula *pari passu* que fue el eje principal del debate en el caso *NML Capital vs Argentina* dará mayores luces sobre la necesidad de reevaluar los alcances de las reestructuraciones de la deuda soberana y su protección.

2.2 Caso *NML Capital vs Argentina*.

El caso *NML Capital vs Argentina* ha sido denominado por un sector de la doctrina como el juicio del siglo, no solo por las cantidades comprometidas en la deuda soberana de la República Argentina, sino por las implicancias que tendría el reconocimiento en otros procesos judiciales de los criterios e interpretaciones establecidas por el juez Griesa y que fueron respaldados por el superior jerárquico en la jurisdicción de Nueva York. En esta medida, se procederá a dar una mirada del reconocimiento que tuvieron las acreencias de la deuda argentina adquiridas en el mercado secundario por parte de *NML Capital*, en donde -a diferencia del caso *Elliott vs Perú*- tuvo desde un primer momento relevancia la interpretación de la cláusula *pari passu*, para luego apreciar cómo las sentencias provenientes de Nueva York no pudieron ser ejecutadas en ningún país pese a los esfuerzos desplegados por este *Holdout*.

Sin embargo, ante lo infructuoso que fueron las gestiones para el cumplimiento de las sentencias emitidas por la justicia neoyorquina, en la segunda parte veremos que *NML Capital* siguió la misma estrategia desplegada por *Elliott* para forzar dicho cumplimiento, a través del bloqueo del proceso de reestructuración de la deuda argentina. El resultado, al igual que con *Elliott*, fue ampliamente satisfactorio para *NML Capital*, no obstante dada las mayores repercusiones que tuvo el caso a nivel internacional, se ha visto necesario establecer ciertos límites al accionar especulativo de los *Holdouts* que utilizan los espacios de las justicias locales para traerse abajo procesos de reestructuración de la deuda soberana, ampliamente aprobados y consensuados por los principales agentes que intervienen en la economía internacional

2.2.1 La protección de los derechos de *NML Capital* en la jurisdicción de Nueva York y su reconocimiento en otros Estados.

Dentro del marco de una nueva etapa de apertura financiera y endeudamiento acelerado que se llevó a cabo a inicios de la década de los noventa, y conforme a las directrices del Plan *Brady*, el 19 de octubre de 1994, la República Argentina celebró el *Fiscal Agency Agreement* (FAA) con el *Bankers Trust Company*, contrato por el cual se emitieron nuevos bonos de la deuda externa argentina (Coto y Moncaut 2015: 51). En el FAA se incluyó la

cláusula estándar para deuda soberana (y no soberana) conocida como *pari passu* (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. 2015: 5), en los siguientes términos:

Los Títulos constituirán ... obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la República y tendrán en todo momento un rango *pari passu* y sin ninguna preferencia entre ellas. Las obligaciones de pago de la República en virtud de los Títulos se clasificarán en todo momento al menos por igual con todo su otro Endeudamiento Externo no garantizado y no subordinado presente y futuro (República Argentina y Bankers Trust Company 1994: 2).

Luego de una serie de eventos de origen externo, a fines de los noventa la República Argentina experimentó una grave recesión económica -previa a una depresión-, que elevó el índice de pobreza y desempleo a niveles sin precedentes, lo que motivó graves situaciones de disturbios y protestas generalizados, que para fines del 2001 llevó al estallido de la peor crisis política, social, económica y financiera de su historia moderna (República Argentina 2014: 6). Paralelamente, “con un acceso a los mercados de capitales internacionales reducido, hacia diciembre del año 2001 la Argentina no pudo evitar la postergación del pago del capital y de los intereses correspondientes a la totalidad de su deuda externa en bonos (...), y que representaban un total de USD 100 mil millones. Se trató del default más grande de la historia financiera mundial” (República Argentina 2014: 7).

En dicho contexto, el 23 de diciembre de 2001, la Argentina anunció una moratoria unilateral sobre el pago de la deuda pública pendiente, incluyendo el pago de los bonos emitidos bajo el FAA, y el 6 de enero de 2002 se promulgó la Ley N° 25.561, que otorgó poderes amplios al Ejecutivo para reestructurar esa deuda (Dechert LLP 2015: 4), aunque la norma que concretamente facultó a diferir los pagos (moratoria) de deuda externa fue el artículo 6° de la Ley N° 25.565, promulgada el 19 de marzo de 2002 (Coto y Moncaut 2015: 54).

El mayor problema que se presentaba al momento de la cesación de pagos para la Argentina era que del total de la deuda, \$ 81 mil millones de dólares estaban representados en 152 tipos de títulos diferentes, lo que hacía casi imposible llegar a un acuerdo con los miles de tenedores de los bonos, situación que no tenía antecedentes a nivel mundial en materia de reestructuraciones de las deudas soberanas (República Argentina 2014: 6), por ejemplo, en el caso de la declaración de *default* de Rusia de 1998

su deuda alcanzaba sólo la suma aproximada de \$ 31 mil millones de dólares, representada en 3 tipos de títulos a canjear (República Argentina 2014: 6). No obstante, otro problema para el Estado argentino se incubaba en la adquisición de estos títulos en el mercado secundario por parte de *Vulture Funds*, como *NML Capital, Ltd. (NML)*, *Aurelius Capital Master, Ltd. (Aurelius)*, *ACP Master, Ltd.*, *Blue Angel Capital I LLC*, sobre todo luego del *default* del 2001 (República Argentina 2014: 13). En el caso concreto de *NML Capital*, la empresa adquirió en este mercado cientos de millones de dólares de bonos en situación irregular emitidos por la República Argentina (United States Court of Appeals for the Second Circuit 2012: 3).

Para noviembre de 2003, *NML Capital* y otros acreedores demandaron a la Argentina ante la Corte del Distrito Sur de Nueva York por el incumplimiento del pago de los bonos emitidos a través del FAA (Fundación Pueblos del Sur 2015: 25). En atención a los resultados del caso *Elliott vs Perú* del 2000, y en previsión que la demanda de *NML Capital* obstaculizara futuros procesos de reestructuración, la Argentina solicitó al juez Griesa que emita una declaración sobre la cláusula *pari passu*, para saber si en caso de un fallo favorable para los demandantes, y el consecuente pago, ello no supondría una violación de la cláusula respecto de los otros acreedores no intervinientes (Fundación Pueblos del Sur 2015: 25); sin embargo, dicho juez declinó pronunciarse sobre la cuestión, argumentando que no existía controversia justiciable (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. 2015: 7).

Luego en dar a conocer en setiembre de 2003 los lineamientos generales de la reestructuración de su deuda externa con acreedores del sector privado, el 14 de enero de 2005, la Argentina presentó la Oferta de Canje, de carácter voluntario y global, sin ninguna diferencia entre los distintos acreedores, proponiendo a los tenedores de bonos intercambiar 152 series diferentes de bonos, cuyo pago había sido suspendido, por nuevos títulos de deuda que serían emitidos por la Argentina, teniendo entre las opciones para elegir bonos *par*, bonos *Discount*, o bonos *Cuasi-par*, en cada caso acompañados por títulos valores cuyo pago estaría ligado al Producto Bruto Interno de la Argentina; en esta línea, dicho país promulgó la Ley N° 26.017, la cual establecía que para cualquier reestructuración de deuda futura sería necesaria la aprobación del Congreso de la Nación y que, por lo tanto, no podría ser unilateralmente determinada por el Ejecutivo (República Argentina 2014: 10). Esta Oferta de Canje fue considerada exitosa, ya que los tenedores

de bonos presentaron cerca de \$ 62,3 mil millones de dólares de los bonos de la Argentina, es decir, el 76,15% de la deuda total, convirtiéndose así en la mayor reestructuración de deuda soberana en la historia (República Argentina 2014: 11).

Con el objetivo de incluir a los bonistas que no participaron en la Oferta de Canje del 2005, la Argentina, el 09 de diciembre de 2009, dictó la Ley N° 26.547 que habilitó una nueva posibilidad de reestructurar la deuda instrumentada en los títulos que fueron elegibles para el canje 2005 y que no hubieran sido presentados, por lo que, desde el 30 de abril hasta el 22 de junio del 2010, la Argentina presentó su segunda oferta de regularización de deuda, que si bien presentó modificaciones respecto de la oferta de 2005, mantuvo las principales características de esta última (República Argentina 2014: 11). Al final el monto del canje en el 2010 ascendió a \$ 12,9 mil millones de dólares, que sumados a los resultados del 2005, la República Argentina regularizó el 92,4% de la deuda elegible (República Argentina 2014: 12). Del 7.6% de la deuda restante, cuyos acreedores decidieron quedar afuera de las Ofertas de Canje de 2005 y 2010, sólo el 1.6% se encontraba en posesión de los *Holdouts* (República Argentina 2014: 14).

Bajo estas circunstancias, transcurridos cinco años de la primera reestructuración *post default* del 2001, y finalizado de forma exitosa el segundo canje de la deuda (República Argentina 2014: 16), el 20 de octubre de 2010, luego de haber presentado más de 10 acciones legales, el *NML Capital* solicitó un juicio sumario parcial respecto de lectura de la cláusula *pari passu* y que se ordene un “*ratable payment*” (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. 2015: 7).

En atención a dicha solicitud, el 07 de diciembre de 2011, la Corte de Distrito Sur de Nueva York resolvió que la Argentina había violado la cláusula *pari passu* inserta en el FAA al entender que relegaba a los tenedores de bonos como *NML Capital*, dando la preferencia a los tenedores de bonos de la deuda reestructurada (United States Court of Appeals for the Second Circuit 2011: 4). De acuerdo a dicho tribunal, esa discriminación se cristalizaría en dos hechos: primero, el pago a los tenedores reestructurados mientras persiste la negativa de satisfacer las obligaciones que la República Argentina tendría con *NML Capital*; y, segundo, la sanción de la Leyes N°s 26.071 y 26.547, las cuales impedirían que los tenedores que hayan iniciado acciones judiciales puedan recuperar el

monto de sus bonos en *default* (United States Court of Appeals for the Second Circuit 2011: 4-5)¹⁴.

En un primer momento, la interpretación de la cláusula *pari passu* en el caso *NML Capital vs Argentina* estuvo muy emparentado con la interpretación dada en el caso *Elliott vs Perú*, al punto que se ha sostenido que el significado de dicha cláusula respondía a lo que exactamente decía (acorde con una interpretación amplia), lo que era compatible con las realidades empresariales y satisfacía las necesidades del mercado de la deuda soberana (Cohen 2011: 23).

Posteriormente, con la finalidad de hacer efectiva dicha decisión, el 23 de febrero de 2012, el juez Griesa dictó una medida cautelar por la cual se requería a la Argentina que al momento de efectuar un pago de los bonos emitidos en las ofertas de Canje del 2005 y 2010 procediera al mismo tiempo a pagar a prorrata los bonos FAA a *NML Capital* y a los otros demandantes que reclaman remedios bajo la cláusula *pari passu* denominados "me too" [otros fondos buitres o tenedores de bonos que no entraron en la reprogramación – *Holdouts*-] (República Argentina 2014: 14-15). Esta decisión implicaría, por ejemplo, que el fondo *NML Capital* pudiera llegar a cobrar más de \$ 800,000,000.00 de dólares por bonos que compró en el año 2008 por un precio de alrededor de \$ 50,000,000.00 de dólares, es decir, obtendría una ganancia cercana a 1600% (República Argentina 2014: 15). La Argentina apeló estas decisiones de primera instancia, las que el 26 de octubre de 2012 fueron confirmadas por la Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito de Nueva York, sosteniendo que sí existió una violación de la cláusula *pari passu* por parte de la Argentina (República Argentina 2014: 15).

La Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York expuso como argumento que en dicha jurisdicción un bono es un contrato, por lo que la disputa sobre la cláusula de igual trato o *pari passu* es una simple cuestión de interpretación contractual, y que estando ante un caso específico que difícilmente se repetiría -en la medida que en los

¹⁴ Puntualmente, la Ley N° 26.017 del 10 de febrero de 2005 dispuso que la Argentina no podía llevar ningún acuerdo judicial o extrajudicial ni privado con relación a los bonos que fueran elegibles para participar en la oferta de canje de 2005 (Congreso de la Nación Argentina 2005); y, por su parte, la Ley N° 26.547 del 09 de diciembre de 2009 señaló que la Argentina no podía ofrecer a los tenedores de bonos del gobierno (incluyendo aquellos emitidos de conformidad con el FAA) que hubieran iniciado acciones judiciales, administrativas, de arbitraje o de cualquier otro tipo (para hacer cumplir sus derechos) un tratamiento más favorable que el que se ofreciera a aquellos que no hubieran iniciado tales acciones (Congreso de la Nación Argentina 2009).

canjes del 2005 y 2010 se incluyeron cláusulas de acciones colectivas que le permitirían a la Argentina un mayor control para evitar las acciones de acreedores disidentes- rechazó el cuestionamiento de abuso de discreción en las decisiones del Juez Griesa y confirmó las mismas, dejando como observación que no resultaba claro cuál es el alcance de la fórmula de pago contenida en la cautelar dictada y, por tanto, remitió al Tribunal de Distrito para que este hiciese las aclaraciones necesarias (Procuración del Tesoro de la Nación 2016: 12-14).

La aclaración solicitada vino a través de la decisión del 21 de noviembre de 2012, mediante la cual el Juez Griesa detalló que el pago *a prorrata* significa que cuando Argentina realice los pagos de los bonos de los canjes del 2005 y 2010, debía pagar el mismo porcentaje adeudado por los bonos FAA a los actores, por lo que conforme a los términos de dicho acuerdo el cálculo para el pago debía suponer la siguiente suma: el capital en su integridad más el interés devengado (por ejemplo, en caso de que Argentina pagara los bonistas de los canjes el 100% de cualquier cuota en un determinado momento, debía pagar en la misma oportunidad el 100% de la deuda de los bonistas FAA) (Procuración del Tesoro de la Nación 2016: 14)¹⁵. A instancias de la Argentina, la ejecución de estas medidas fueron dejadas en suspenso (“stay”) por la Cámara de Apelaciones en su decisión del 28 de noviembre de 2012 (República Argentina 2014: 16). Por otro lado, mediante su presentación del 28 de diciembre de 2012, la República Argentina recurrió las órdenes de la Corte de Distrito del 21 de noviembre de ese mismo año (República Argentina 2014: 16).

El 23 de agosto de 2013, la mencionada Corte de Apelaciones resolvió confirmar el conjunto de órdenes dictadas por el juez Griesa en noviembre de 2012 (República Argentina 2014: 16), avalando esta postura judicial en los siguientes términos:

Consideramos que resulta equitativo que un acreedor reciba lo que negoció y en consecuencia a lo que tiene derecho aun si otro acreedor al recibir lo que negoció no recibe exactamente lo mismo. La razón resulta obvia: el primer acreedor está situado en forma diferente con respecto a otros acreedores en los términos en los que se debe conforme a su contrato. Toda vez que la decisión del Tribunal de Distrito no hace más que

¹⁵ Concretamente, el juez Griesa ordenó a la Argentina el pago de \$ 1,300,000,000.00 de dólares a los demandantes a más tardar al 15 de diciembre de 2012 y disponía el levantamiento de la suspensión que recaía sobre la medida ordenada el 23 de febrero de 2012 (República Argentina 2014: 16).

obligar a Argentina a cumplir sus obligaciones contractuales no vemos ningún abuso de discreción (citado en Procuración del Tesoro de la Nación 2016: 16-17).

En esta medida, la Corte de Apelaciones asumió que por la cláusula *pari passu*, *NML Capital* tenía derecho a recibir el íntegro de su acreencia adquirida en el mercado secundario conforme a lo negociado por la República de Argentina en el FAA, aunque este derecho surja del pago íntegro que este Estado realice de una cuota correspondiente al canje de deuda celebrado con otros acreedores, siendo esto un resultado equitativo alejado de un abuso de discreción.

Asimismo, la Corte de Apelaciones volvió a insistir que el caso era muy particular y que no tendría por qué repercutir en las futuras reestructuraciones soberanas de los Estados, además que del juicio no debe desprenderse que siempre exista una violación de la cláusula *pari passu* cada vez que se paga a un acreedor y no a otro, o cuando un Estado sanciona una ley que afecta en forma diferente los derechos de los acreedores; lo único que corresponde confirmar es que en el caso en concreto la conducta de la Argentina supuso una violación de la cláusula particular de *pari passu* contenida en el FAA (citado en Procuración del Tesoro de la Nación 2016: 17). Sin embargo, a su vez, la Corte de Apelaciones resolvió dejar supeditada la ejecución de las órdenes en cuestión a la resolución de la petición *writ of certiorari* interpuesta por la Argentina ante la Corte Suprema de los Estados Unidos de América el 24 de junio de 2013 (República Argentina 2014: 16). Frente a esta decisión, la Argentina solicitó su revisión plenaria (*en banc*), que fue denegada el 18 de noviembre de ese año (República Argentina 2014: 16).

Respecto de la ilegalidad del reclamo de *NML Capital* planteada por la Argentina, a través del *writ of certiorari*, ante la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos de América, dicha instancia el 16 de junio de 2014 denegó su concesión (República Argentina 2014: 16). Como consecuencia, quedó firme la orden de la Corte de Distrito de Nueva York y la suspensión de la ejecución de la orden de pago fue levantada (República Argentina 2014: 16). La Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos de América decidió no examinar la cuestión de fondo, dejando a la República Argentina sin posibilidad de revisión ulterior de las decisiones de los órganos judiciales de Nueva York (República Argentina 2014: 16).

Una vez que *NML Capital* y otros *Holdouts* obtuvieron sentencias del foro neoyorquino que les reconocían sus créditos, además de interponer los respectivos embargos sobre bienes del Estado argentino ubicados en los Estados Unidos de América, se planteó una estrategia legal para obtener el reconocimiento y la ejecución de las mismas en otros países.

Los resultados de dicha estrategia no fueron del todo satisfactorios para el *NML Capital*, pues si bien en algunos casos obtuvieron el reconocimiento del pronunciamiento dado por los jueces estadounidenses -destacando el caso del Reino Unido- cuando se procedió a las acciones de embargo respecto de los activos de la República Argentina, como fueron los intentos de embargo sobre los bienes diplomáticos situados en Francia, Bélgica y Suiza, y del buque insignia de la Armada Argentina, “Fragata ARA Libertad”, que se encontraba en las aguas interiores de Ghana, las medidas fueron finalmente rechazadas (República Argentina 2014: 12). En el caso de los bienes diplomáticos las decisiones denegatorias provinieron de tribunales nacionales: sentencia del 28 de septiembre de 2011 de la Corte de Casación de Francia, sentencia del 22 de noviembre de 2012 de la Corte de Casación de Bélgica y sentencia del 24 de enero de 2013 del Tribunal Superior del Cantón de Zurich; mientras que en el caso del buque insignia, “Fragata ARA Libertad”, fue el Tribunal Internacional del Derecho del Mar quien mediante la sentencia del 15 de diciembre de 2012 ordenó la liberación de la nave, dejando sin efecto la medida impuesta por los tribunales ghaneses (República Argentina 2014: 12).

En el caso de los bienes diplomáticos las acciones judiciales se dirigieron al embargo de las cuentas corrientes de las representaciones diplomáticas de la República Argentina, asumiendo que dichos bienes se utilizaban para atender las cuestiones de orden privado y/o comercial de estas representaciones, es decir, cuestiones propias del *ius gestionis*, por lo que no estaban bajo el manto de la protección que otorga la inmunidad soberana. Ante esta postura planteada por *NML Capital*, la Corte de Casación de Francia, teniendo en cuenta lo dispuesto en la Ley del 9 de julio de 1991 y la Convención de Viena sobre Relaciones Diplomáticas del 18 de abril de 1961 -y confirmando la denegatoria del Tribunal de Apelación a la acción de embargo presentada por la empresa en dicho país-, señaló lo siguiente:

De conformidad con el derecho internacional consuetudinario, las misiones diplomáticas de los Estados extranjeros disfrutaban, para el funcionamiento de la representación en el Estado

receptor y las necesidades de su misión de soberanía, de una inmunidad de ejecución autónoma a las que solo se puede renunciar de forma expresa y especialmente; En esta medida, los fondos asignados a las misiones diplomáticas gozan de una presunción de utilidad pública, y, por ende, se presume que las cuentas bancarias de una embajada son asignados al desempeño de las funciones de la misión diplomática, de modo que corresponde al acreedor que tenga la intención de apoderarse de ellos demostrar que dichos bienes se utilizarán para una actividad privada o comercial, no siendo relevante cuál es el origen de los fondos, sino el destino de los mismos: rehabilitación de los locales de la embajada (Tribunal de Casación - Primera Sala Civil 2011).

Conforme a esta sentencia, los bienes diplomáticos gozan de la presunción de un interés público, por lo que la utilización de los mismos caen bajo el ámbito de la soberanía estatal y responden a los fines y objetivos nacionales de los países, de forma que se requeriría una renuncia expresa y específica a la inmunidad de ejecución para que estos bienes puedan ser objeto de embargos u otras acciones judiciales que limiten a los Estados su disposición.

En el caso de “Fragata AR Libertad”, yendo en contra de la posición del Estado de Ghana que justificaba las medidas adoptadas por sus autoridades sobre esta fragata, a partir de que el bien se encontraba en aguas interiores de dicho país y no en mar territorial, y que la Argentina había renunciado a su inmunidad soberana conforme surge de las condiciones de la emisión de los bonos, cuyo incumplimiento motivó la decisión de los tribunales de Nueva York y el consecuente pedido de embargo al juez ghanés, por lo que la discusión sobre el destino del buque debía dirimirse principalmente bajo el derecho interno ghanés y el derecho de Nueva York (Casella 2013: 25-26), el Tribunal Internacional del Derecho del Mar, sobre la base de las disposiciones de Convención de Naciones Unidas sobre el Derecho del Mar y el derecho internacional general, fue muy expreso en resaltar que por las características y las funciones que tienen los buques de guerra están premunidos de la inmunidad soberana, dando los siguientes alcances:

93. Considerando que, en los términos del artículo 29 de la Convención se entiende por “buques de guerra” todo buque perteneciente a las fuerzas armadas de un Estado que lleve los signos exteriores distintivos de los buques de guerra de su nacionalidad, que se encuentre bajo el mando de un oficial debidamente designado por el gobierno de ese Estado cuyo nombre aparezca en el correspondiente escalafón de oficiales o su equivalente, y cuya dotación esté sometida a la disciplina de las fuerzas armadas regulares.

94. Considerando que el navío de guerra es la expresión de la soberanía del Estado cuyo pabellón enarbola;
95. Considerando que, según el derecho internacional general, el navío de guerra goza de la inmunidad, incluso las aguas interiores y que Ghana no lo pone en duda;
96. Considerando que en los términos del artículo 279 de la Convención, “Los Estados Partes resolverán sus controversias relativas a la interpretación o la aplicación de esta Convención por medios pacíficos de conformidad con el párrafo 3 del Artículo 2 de la Carta de las Naciones Unidas”;
97. Considerando que todo acto que impida por la fuerza a un navío de guerra llevar a cabo su misión y cumplir sus funciones es una fuente de conflicto que puede poner en peligro las relaciones de amistad entre Estados;
98. Considerando que las medidas tomadas por las autoridades ghanesas que impiden a la ARA Libertad, navío de guerra perteneciente a la Marina Argentina, llevar a cabo su misión y cumplir sus funciones, atenta contra la inmunidad de la cual goza ese navío de guerra según el derecho internacional general (Tribunal Internacional del Derecho del Mar 2012).

Es importante destacar que en los argumentos esgrimidos por este tribunal internacional se desprende que el otorgamiento de la inmunidad a los buques de guerra está en relación con la preservación de las relaciones de amistad entre los Estados, por lo que la determinación de la situación jurídica de estos bienes no puede estar expuesta a las decisiones de las autoridades de terceros países.

De manera similar a como ocurrió en la primera fase de *Elliott vs Perú*, en el caso *NML Capital vs Argentina* la jurisdicción de Nueva York amparó la pretensión del *Holdout* que exigía al Estado argentino el pago del íntegro (principal más intereses) de la deuda adquirida en el mercado secundario, correspondiente a los bonos emitidos en el marco de FAA y que no entraron en los Canjes del 2005 y 2010. La particularidad de esta fase estriba en que el reconocimiento del derecho exigido por *NML Capital* vino de la mano de la interpretación de la cláusula *pari passu* insertada en los bonos FAA -cuyos orígenes se ubican en la segunda fase de *Elliott vs Perú*- bajo la cual no resultaba válido que el Estado argentino dispusiera de pagos a los acreedores que se acogieron a los canjes del 2005 y 2010 excluyendo a *NML Capital* y a otros *Holdouts*. Sin embargo, *NML Capital*, al igual como ocurrió con *Elliott*, encontró dificultades para la ejecución de la sentencia del foro neoyorkino, tanto en los Estados Unidos como en otros países, y si bien en las jurisdicciones de estos últimos obtuvo en un primer momento algunas medidas de

embargo sobre bienes del Estado argentino, esta situación fue posteriormente revertida toda vez que dichos bienes estaban premunidos de la inmunidad soberana de ejecución.

Si bien en su momento la interpretación de la cláusula *pari passu* dada por el juez Griesa causó un revuelo mayúsculo, ya que permitía a *NML Capital* y a otros *Holdouts* a exigir el pago íntegro de sus acreencias, en caso que el Estado argentino cumpliera con una de las cuotas comprometidas con los acreedores que se acogieron a los Bonos de Canje 2005 y 2010, ante la dificultad en hacer efectivo este pago *NML Capital* adoptó la misma estrategia seguida por *Elliott* con respecto al Estado peruano de bloquear a través de medidas judiciales el circuito de pago de estos bonos a fin de presionar al Estado argentino a cumplir con su deuda, afirmándose que en este caso incluso más importante que la decisión sobre la cláusula *pari passu* fue la naturaleza del “remedio” otorgado a los acreedores (Chodos 2016: 79).

2.2.2 *NML Capital* y el bloqueo de los Bonos de Canje 2005 y 2010

Ante la negativa de la República Argentina de acatar las decisiones de la justicia neoyorquina, la estrategia judicial de *NML Capital* pasó por el bloqueo del proceso de reestructuración de la deuda argentina, formalizada a través de los Bonos de Canje 2005 y 2010, presentándose una situación de default soberano. En esta medida, es interesante apreciar cómo a pesar de que *NML Capital* obtuvo decisiones que favorecieron esta pretensión no fue hasta que se presentó un cambio de Administración gubernamental en la República Argentina que se pudo salir del entrapamiento judicial originado por este *Holdout*, aunque con graves secuelas para el futuro de la viabilidad de los procesos de reestructuración de la deuda soberana.

- ✓ El congelamiento de los fondos en Nueva York (BONY) y su cuestionamiento en la jurisdicción europea

Luego de determinarse que la República Argentina violó la cláusula *pari passu* en sus bonos del FAA, teniendo en cuenta los pagos realizados por los bonos de los canjes del 2005 y 2010, se presentó al Tribunal de Distrito de Nueva York la cuestión de qué tipo de recurso sería apropiado para resolver esta violación. En lugar de dar efecto al remedio contractual de la aceleración de los pagos de los bonos del FAA u otorgar un laudo

monetario por el incumplimiento, este tribunal proporcionó un recurso que efectivamente requería que la Argentina cumpla sus obligaciones bajo la cláusula *pari passu*. Para ello se prohibió a la Argentina efectuar pagos sobre sus bonos reestructurados denominados en moneda extranjera, a menos que pague a los acreedores retenedores en una base "ratable", teniendo como medio para el cumplimiento de esta prohibición que se impida que el fiduciario del fideicomiso y otras partes en la cadena de pagos faciliten cualquier pago sobre los bonos reestructurados, a menos que también se hiciera un pago a los *Holdouts* (FMI 2014: 10).

Así, luego que el 26 de junio de 2014 la República Argentina cumpliera con depositar \$ 832,000,000.00 de dólares en las entidades fiduciarias encargadas del reparto del dinero a favor de los acreedores que se acogieron a los canjes del 2005 y 2010, de los cuales \$ 539,000,000.00 de dólares fueron depositados en las cuentas corrientes del Banco Central de Reserva de la Argentina en el Bank of New York Mellon (BONY), el 27 de junio de dicho año, el Juez Griesa declaró ilegal el pago realizado por el Estado argentino y ordenó frenar la transferencia de los fondos, ya en las cuentas del BONY y el resto de los agentes intermediarios, a los bonistas, disponiendo asimismo que el BONY devolviera los fondos al organismo monetario argentino, estableciendo que el pago no podía ser realizado y cualquier intento significaba un desacato al Tribunal (Fundación Pueblos del Sur 2015: 28).

Como consecuencia de la decisión emitida por el Juez Griesa, al 30 de junio de 2014, fecha de vencimiento de las obligaciones contraídas con los acreedores reestructurados, se encontraron inmovilizados los fondos depositados en el BONY, incluyendo también aquellos correspondientes al pago de bonos sometidos a la legislación inglesa, como los relacionados con el *Euroclear* como agente fiduciario, causándose un gran caos legal (Fundación Pueblos del Sur 2015: 28), sobre todo en la determinación de quién era el propietario de los fondos depositados. Teniendo en cuenta estas circunstancias, y transcurrido el mes de gracia, al 30 de julio de 2014 la agencia de calificación crediticia *Standar & Poor's* tildó la situación de la Argentina como un "*selective default*", en la medida que el país cumplió con realizar el depósito al cual estaba obligado pero los beneficiarios se vieron imposibilitados de acceder al mismo por la orden de un juez (López Jiménez 2015: 11).

La encrucijada en la que se situaba la Argentina respondía al hecho que bajo la cláusula *Rights Upon Future Offers* (RUFO), incluida en los bonos reestructurados, vigente hasta el 31 de diciembre de 2014, de haber cumplido con las condiciones del pago dispuestas por el Juez Griesa, en su caso, a los *Holdouts*, los demás acreedores que aceptaron las quitas en los canjes del 2005 y 2010 podrían haber instado el pago de la totalidad de la inversión, con el ajuste correspondiente de intereses, cuyo cumplimiento era imposible para la Argentina dada su situación económica (López Jiménez 2015: 12).

Entre las respuestas suscitadas a la decisión adoptada desde Nueva York, en agosto de 2014 los tenedores de bonos regidos por la ley inglesa (*Knighthood Master Fund LP, RGY Investments LLC, Quantum Partners LP y Hayman Master Fund Capital LP*), presentaron una demanda contra el BONY ante el Tribunal Superior de Justicia, División de Cancillería, en el Reino Unido por el incumplimiento de sus obligaciones en virtud del Contrato de Fideicomiso Fiduciario, al no transferir los fondos correspondientes depositados por Argentina, solicitando que se ordene al BONY que realizara la transferencia de los mismos (Embajada de la República Argentina en los Estados Unidos de América 2017: 3).

Por su parte, la República Argentina mediante la Ley N° 26.984, de Pago Soberano y Reestructuración de Deuda, publicada el 12 de setiembre de 2014, procedió a implementar instrumentos legales que permitieran el cobro de los servicios correspondientes al cien por ciento de los bonos emitidos en el marco de la Reestructuración de Deuda Soberana 2005-2010, para lo cual en virtud de la pública y notoria incapacidad de actuar del BONY como Agente Fiduciario del Convenio de Fideicomiso 2005-2010 removió al mismo y designó en su reemplazo, a Nación Fideicomisos S.A., creando un fondo legal en la cuenta de esta institución para los pagos pendientes de los bonos reestructurados (Congreso de la Nación Argentina 2014).

El 29 de septiembre de 2014, el Juez Griesa declaró a la Argentina en desacato, pero no impuso sanciones al país (Embajada de la República Argentina en los Estados Unidos de América 2017: 3), posteriormente, el 03 de octubre de 2014, el mismo juez ordenó al país que reparara sus relaciones con el BONY, retirara a la Nación Fideicomisos S.A. como fideicomisario de la deuda reestructurada y resolviera la situación con los demandantes *Holdouts*. El 22 de octubre de 2014, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito

rechazó la apelación de la Argentina con respecto a la carencia de jurisdicción del Juez Griesa por el congelamiento de los fondos depositados en el BONY.

El 13 de febrero de 2015, el Tribunal Superior de Justicia División de Cancillería falló parcialmente a favor del grupo de eurobonistas que demandaron al BONY, por la no entrega de los depósitos efectuados el 26 de junio de 2014, al sostener que los títulos argentinos emitidos al canjearse la deuda regidos por la ley inglesa estaban fuera de la jurisdicción del juez Griesa, en esta medida rechazó la posición de los *Holdouts* que sostenían que los canjes de deuda del 2005 y 2010 eran ilegales; sin embargo, en la sentencia los jueces ingleses evitaron pronunciarse respecto del bloqueo ordenado por el juez Griesa que sí tendría competencia sobre el BONY (High Court of Justice Chancery Division 2015).

✓ La intervención de los “me too”

Como otra medida relacionada a la interpretación de la cláusula *pari passu* en el litigio *NML Capital vs Argentina*, el Juez Griesa, el 30 de octubre de 2015, resolvió que la medida cautelar dictada con relación a los 13 juicios originarios sobre el reclamo por el pago de bonos en *default* se extendía a 49 acciones litigiosas más, a quienes se les denominó como los “me too” (yo también) (Procuración del Tesoro de la Nación 2016: 17-18). En tal sentido, el Juez Griesa ordenó a la República Argentina que cumpliera con sus obligaciones con los demandantes (*me too*) bajo la cláusula *pari passu*, por lo que en las oportunidades que se haga o se intente realizar el pago a los acreedores de los bonos reestructurados debía proceder a cumplir con los pagos adeudados a estos demandantes, y que evitara realizar acciones que supongan una violación de la cláusula *pari passu* o a los propósitos y directivas de dicha decisión. Esto supuso una contingencia adicional para la Argentina de \$ 6.1 billones de dólares (Araya 2016: 92).

Esta decisión del juez Griesa fue ampliamente criticada por la doctrina, pues el derecho que se otorgue a un *Holdout* puede ser automáticamente extensible a cualquier litigante contra un Estado, perjudicando de esta manera la viabilidad de los procesos de reestructuración de la deuda soberana, cuestionamiento que Guzmán y Stiglitz lo plantean en los siguientes términos:

¿Por qué, entonces, los acreedores de buena fe se avendrían a cooperar con un deudor asfixiado para concederle una reestructuración que probablemente incluiría un descuento considerable, si basta con ponerse a la cola de un fondo buitre para incrementar esas ganancias en porcentajes de cientos o incluso miles? El principal problema con la sumatoria de estas acciones individualmente «racionales» es que a la larga, cuando la cantidad de bonistas que siguen la misma estrategia es suficientemente alta, la reestructuración de la deuda se vuelve imposible (Guzmán y Stiglitz 2016: 4).

✓ El desenlace del juicio del siglo

Sin perjuicio que para diciembre de 2014 la cláusula RUFO había expirado, por lo que la República de Argentina tuvo las condiciones para cumplir con el mandato del juez Griesa sin perjudicar su posición frente a sus acreedores que se acogieron a los Canjes 2005 y 2010, la administración Kirchner, que tenía las riendas del poder ejecutivo, en la mayor parte del 2015 no realizó mayores tratativas con *NML Capital* y otros *Holdouts*, dedicándose por el contrario a avanzar prioritariamente en el frente político-diplomático, a través del trabajo en la ONU, para cuestionar el accionar de los *Vulture Funds*, y llamar la atención sobre el daño que ocasionan a los procesos de reestructuración (Val 2017: 176). Sin embargo, esta postura de la República de Argentina cambió a fines del 2015, cuando luego de las elecciones presidenciales celebradas en ese año entró una nueva administración gubernamental, cuyos representantes durante la campaña electoral manifestaron su intención de negociar con los *Holdouts* (Val 2017: 176).

En tal sentido, para febrero de 2016 a través de los documentos: “Argentina presenta formalmente su oferta a los *holdouts* para poner fin a los litigios en Nueva York” y la “propuesta de *Settlement*”, el Estado argentino expresó su propuesta para salir del *default* soberano en que se encontraba producto de las decisiones judiciales provenientes de Nueva York. En términos generales, la propuesta de *Settlement* incluía dos ofertas: uno para aquellos que obtuvieron sentencia *pari passu* (la oferta *pari passu*, que discriminaba a su vez entre los que tuvieran o no sentencia monetaria)¹⁶ otro para los que no tuvieran

¹⁶ Oferta Pari Passu. Los Tenedores Pari Passu podrán elegir, como opción a la Oferta Base, la denominada “Oferta Pari Passu” y que se basa en los siguientes términos: (i) con respecto a aquellos títulos públicos en relación a los cuales se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de Febrero de 2016, el 100% del monto original reconocido en dicha sentencia monetaria menos un descuento del 30%, y (ii) con respecto a aquellos títulos públicos en relación con los cuales no se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de Febrero de 2016, el valor devengado del reclamo menos un descuento del 30%. Ambos descuentos descritos en (i) y (ii) serán reducidos a 27,5% en aquellos

(oferta base)¹⁷ (Val 2017: 176). Con relación a los reclamos judiciales el comunicado del gobierno argentino fue expreso en señalar que: La oferta (...) da respuesta a reclamos que cuentan con sentencia firme por un monto aproximado de 9000 millones de dólares. La propuesta implica una quita de alrededor del 25% sobre la sentencia, dependiendo de la alternativa que elijan los acreedores que participen en la misma (Ministerio de Finanzas. Presidencia de la Nación - República Argentina 2016)

Esta nueva postura recibió un amplio respaldo del FMI, del gobierno estadounidense y de los *Holdouts*, así como del Juez Griesa quien entendió que “todo había cambiado” (Val 2017: 177). Sin embargo, dado que existía un marco normativo que había sido cuestionado por la justicia neoyorkina, fue necesario la aprobación de la Ley N° 27.249 que refrendó la propuesta comunicada a los *Holdouts*¹⁸: Sobre la base de esta ley, se llegó a un acuerdo con la mayoría de los *Holdouts*, incluidos los fondos buitres más combativos, de manera que la República de Argentina pudo emitir nuevos títulos que permitieron abonar al contado (aunque a una tasa de interés todavía elevada) a los *Holdouts* que habían presentado sus reclamos y logró que el Juez Griesa levantara el bloqueo que impedía el pago a los bonistas reestructurados (Val 2017: 177). Sobre este desenlace Val hace la siguiente evaluación: Claramente, la salida del *default* fue una victoria política importante para el gobierno de Macri, que también rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior para financiar al Tesoro. Sin embargo, el resultado del cierre del “juicio del siglo” supuso una derrota (...) además de que, en un nivel sistémico, sentó precedentes decididamente negativos de cara a futuras reestructuraciones (Val 2017: 177).

Bajo una mirada superficial de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* se tendría como principal lección que este tipo de juicios crean incentivos para que otros acreedores adopten como estrategia no participar en los procesos de reestructuración de

acuerdos de reestructuración preliminares firmados hasta el 19 de febrero de 2016, inclusive. (Ministerio de Finanzas. Presidencia de la Nación - República Argentina 2016: Propuesta de *Settlement*)

¹⁷ Oferta Base. Con respecto a los tenedores de títulos públicos que no cuenten con Medidas Cautelares Pari Passu la Propuesta prevé la “Oferta Base” bajo la cual se propone la reestructuración de dichos títulos públicos mediante un pago equivalente al monto de capital original adeudado más un 50% de dicho monto de capital original. Ministerio de Finanzas. Presidencia de la Nación - República Argentina 2016) (Ministerio de Finanzas. Presidencia de la Nación - República Argentina 2016: Propuesta de *Settlement*)

¹⁸ La mencionada ley convalidó los acuerdos alcanzados con los acreedores y autorizó la emisión de títulos para la obtención de los fondos que permitieran hacer frente a los pagos. Además, incluyó la derogación de las leyes 26.017 (“cerrojo”) 26.547 (suspensión de la ley “cerrojo”), 26.886 (apertura tercera ronda de canje) y 26.984 (pago soberano), que había ordenado Griesa como condición para permitir los pagos. (Val 2017: 177)

la deuda soberana y, por el contrario, recurran a la vía judicial para obtener sentencias que los ubiquen en una posición más favorable que los *Holdins*, por la legitimación que se da a la actividad especulativa, lo cual resulta sumamente peligrosa para países sobreendeudados que necesitan aliviar y reprogramar sus pasivos para poder recuperarse económicamente (Val 2017: 177).

Por nuestra parte, entendemos que la principal lección de estos casos es que se revela la absoluta fragilidad que presentan los procesos de reestructuración de la deuda soberana frente a las interpretaciones que realicen jueces nacionales de las disposiciones contractuales insertos en los títulos de la deuda, tal como nos explica Val:

interpretaciones novedosas de cláusulas estándar (como la realizada por el juez Griesa sobre la *pari passu*) o decisiones judiciales (como la disposición que frenó el pago a los bonistas que adhirieron a los canjes) pueden derivar en un virtual bloqueo, por parte de una minoría, de reestructuraciones consensuadas con amplias mayorías y volverlas insostenibles en el tiempo, generando mayores dificultades para el país en cuestión y para el conjunto de los acreedores (Val 2017: 178).

La debilidad que presentan los procesos de reestructuración frente a las decisiones judiciales provenientes de foros como Nueva York no solo es un asunto que angustie a los países deudores, sino los acreedores principales de estos países manifiestan su disconformidad con las interpretaciones judiciales que reciben las cláusulas contractuales de los instrumentos de la deuda externa. Sobre este último aspecto, la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA por sus siglas en inglés), que agrupa a los más importantes bancos e inversores globales, señaló lo siguiente respecto de los alcances del caso *NML Capital*: "La interpretación dada a la cláusula *pari passu* en el caso de la Argentina ha generado una considerable incertidumbre para futuras reestructuraciones" (ICMA 2014).

En consecuencia, los resultados de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* exigen una respuesta desde el Derecho Internacional Económico, para lo cual se presenta propicio recurrir al principio de la inmunidad soberana, que estuvo en los albores de la temática de la deuda soberana, y que cobra actualidad como principal figura para evitar el quebrantamiento de las reestructuraciones de este tipo de deuda que tienen un alcance global.

CAPÍTULO III: LA EXTENSIÓN DE LA INMUNIDAD SOBERANA A LAS REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA SOBERANA

Teniendo en cuenta el marco teórico ofrecido y los principales alcances de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*, en el presente capítulo se sustentará la viabilidad de aplicar el principio de inmunidad soberana a las reestructuraciones de la deuda soberana, como un mecanismo eficaz para evitar que los juicios presentados por los *Holdouts*, en los foros judiciales designados en los instrumentos de deuda, afecten las relaciones jurídicas y económicas entre los Estados y los *Holdins*.

3.1 Enfoques favorables y desfavorables de la propuesta.

Siguiendo los postulados de Adam Smith en su obra “La Riqueza de las Naciones” (originalmente titulada en inglés: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), se nos indica que “la esencia del problema con el default soberano es la falta de un mecanismo de quiebra que proteja los intereses de los deudores y acreedores” (Vereeck y Sourbron 2016: 11). No obstante, el camino en la búsqueda por el mecanismo ideal para la conciliación de los intereses entre los acreedores y los Estados ante un *default soberano* ha sido tortuoso, y en donde más de una alternativa se ha presentado como válida y a la vez excluyente, por lo que resulta útil mirar cuáles soluciones están más cercanas a la idea de la extensión de una inmunidad soberana a los acuerdos de renegociación de la deuda soberana y cuáles, por el contrario, se muestran ajenas a dicha idea.

3.1.1 Solución regulatoria.

Esta solución busca dar con la aprobación de un tratado internacional que dé un marco regulatorio a los procesos de reestructuración de la deuda soberana (Ranieri 2015: 245), teniendo a la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América como un referente importante. Sin embargo, su aceptación ha tenido fuertes reticencias entre los actores involucrados en la deuda soberana, por lo que de propuestas iniciales para adoptar foros de negociación o tribunales internacionales (arbitraje) que se encarguen de los problemas en reestructuraciones soberanas o de las situaciones de *default*, ampliamente rechazadas

por los países desarrollados, la banca privada y los fondos de inversión, se ha llegado sólo a una declaratoria de principios en esta materia.

✓ La referencia del Capítulo 9 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América

A partir del caso *NML Capital vs Argentina*, algunos autores entienden que ninguna solución ideada para controlar los problemas de los litigios entre los *Holdouts* y los Estados que deriven en un *default soberano* pasa sin tener en cuenta los alcances de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América (Todd 2015: 295), debido a que existe una analogía entre los problemas que enfrentan los países con su deuda externa y los que afrontaban los privados hace cien años en la Unión Americana: una deuda inmanejable e instrumentada en bonos, con la quiebra de las empresas como única salida prevista (Ranieri 2015: 259). En esta medida, se propuso modificar esta Ley de Quiebras para permitir la reorganización y no sólo la liquidación de las empresas con problemas, e incluir cláusulas en los bonos que permitan una reestructuración de la deuda con el consentimiento de una amplia mayoría de bonistas (Ranieri 2015: 259).

Propiamente, el Capítulo 11 de esta Ley de Quiebras regula el procedimiento de reorganización para las compañías locales de los Estados Unidos de América como alternativa a la liquidación (Ranieri 2015: 259), aunque las principales disposiciones que sirven de referencia para la reestructuración de la deuda soberana se encuentran en los Capítulos 5 y 9, en especial para la modelación de un mecanismo de arbitraje internacional (Vereeck y Sourbron 2016: 12). El Capítulo 5 destaca pues en él se prohíbe que un acreedor que ha ganado una parte de su reclamo en un juicio extranjero reciba cualquier pago hasta que los acreedores domésticos sean pagados por igual (Todd 2015: 296). Por su parte, en el Capítulo 9 se prevé que toda reestructuración debe llevarse entre los acreedores y los deudores bajo el principio de buena fe, elemento que ha sido reconocido por las Naciones Unidas, que a su vez impulsa la transparencia, la imparcialidad y la igualdad de trato como mejores prácticas en estos acuerdos (Todd 2015: 296).

Asimismo, a través del Capítulo 9 se extienden los principios de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América a los procesos de reestructuración de las deudas de las municipalidades, destacando: 1) *the automatic stay* (suspensión automática), 2) *debtor-in-*

possession financing (financiamiento del deudor), y 3) *the possibility of confirmation of the reorganization plan by cram down* (confirmación del plan de reorganización por medio de la reducción) (Ryan 2014: 2510). Sin embargo, lo más relevante del Capítulo 9 está en que reconoce expresamente que las municipalidades llevan a cabo funciones políticas que no se pueden ver perjudicadas por las dificultades financieras derivadas del incumplimiento de sus obligaciones (Ryan 2014: 2510). Esta idea es explicada claramente por Sachs:

El hecho de que el deudor sea un gobierno no se considera una razón para renunciar al alivio de la ley de bancarrota, sino por el contrario, como una razón para fortalecer el alivio a fin de mantener las funciones políticas del gobierno, y para evitar el descenso al mundo Hobbesiano, provocado por la debilidad financiera del Estado. La tarea esencial es mantener el funcionamiento del Estado de una manera ordenada y necesaria - en la provisión de la aplicación de la ley, el orden público, una moneda estable, la seguridad social básica y la infraestructura pública necesaria - mientras que al mismo tiempo se eliminan las políticas económicas subyacentes que condujeron al desorden. Por supuesto, un entrenamiento financiero bajo protección de la bancarrota no se debe malinterpretar como una oportunidad para mantener el *status quo* de un gobierno que funciona mal, cuyas políticas causaron el descenso a la bancarrota. Por el contrario, el apoyo financiero debe diseñarse para facilitar la reestructuración rápida y profunda del propio Estado, incluida una retirada de las áreas que provocaron la bancarrota estatal en primer lugar. (Sachs 1995: 9).

✓ *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* / Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana

Entre las propuestas regulatorias que implican la adopción de un tratado internacional, encontramos el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM por sus siglas en inglés – *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) impulsada desde el seno del FMI. El SDRM de acuerdo a su idea original tenía el siguiente objetivo: "... facilitar la reestructuración ordenada, predecible y rápida de la deuda soberana insostenible, al tiempo que se protegen los valores de los activos y los derechos de los acreedores. Si se diseña e implementa adecuadamente, tal mecanismo podría ayudar a reducir los costos de una reestructuración para los deudores soberanos y sus acreedores, y contribuir a la eficiencia de los mercados de capital internacional en general." (Krueger 2002: 4).

Tomando de referencia a la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América y basándose en las mejores prácticas de las leyes de insolvencia corporativa, la propuesta del SDRM incluyó las siguientes características: 1) una suspensión durante las negociaciones de reestructuración; 2) medidas para proteger los intereses de los acreedores durante la suspensión; 3) medidas para proveer de un nuevo financiamiento al deudor durante la suspensión; y, 4) una disposición que obligue a todos los acreedores una vez que se haya alcanzado un acuerdo por mayoría cualificada (Vereeck y Sourbron 2016: 12). Con relación a los alcances señalados del SDRM se tiene que esta propuesta "...no previó una suspensión automática de los litigios o el cese automático de los pagos, ya que el personal del FMI adoptó la posición de que en algunos casos no sería necesario para una deuda soberana o interrumpir los pagos y porque imponer un cese obligatorio de los pagos y una mantenerse en litigio incentivaría a los acreedores a "apresurarse por la salida" cuando la activación del SDRM parezca inminente." (Ryan 2014: 2511). En todo caso, el SDRM incorporó la regla de *Hotchpot* -un principio en la ley de insolvencia internacional- que requiere que cualquier pago o activo recaudado por un demandante acreedor a través de un litigio debe ser compensado con la reclamación del demandante en el acuerdo de reestructuración (Ryan 2014: 2511).

A pesar de una amplia aceptación de la propuesta del SRDM por parte de los Estados miembros del FMI (más del 70% de los miembros al 2003), su aprobación estaba ligado a la modificatoria del tratado constitutivo de esta organización internacional, para lo cual se requería tener la aceptación de los países industriales, en particular de los Estados Unidos de América que, alineado a los intereses de la banca internacional y de los fondos de inversión, consideró que esta opción podría interferir los reclamos contractuales de los inversionistas estadounidenses (Ryan 2014: 2512). Asimismo, algunos mercados emergentes asumieron que de aprobarse el SDRM iba ocasionar que las reestructuraciones fueran más fáciles de llevar a cabo a solicitud de los países deudores, lo que iba a tener una repercusión negativa pues iba a generar un encarecimiento de los créditos (Ryan 2014: 2512).

Como otra cara de una misma moneda, en una alternativa al SDRM, se postula la necesidad de constituir un Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana (TIADS), como resultado de un acuerdo internacional suscrito por la mayoría de los países del mundo, que haría que los problemas de la deuda salgan del ámbito privado en

donde tradicionalmente se encuentran, en donde la última palabra la tienen los jueces nacionales y/o árbitros privados que aplican las reglas de los Derechos de los Estados que rigen los contratos (Ugarteche y Acosta 2010).

Sobre las dimensiones y facultades que tendría el TIADS no existe una posición unánime en la doctrina. Por un lado, tenemos voces que plantean que dicha instancia tenga una capacidad revisora del conjunto de la deuda soberana; y, por otro lado, partidarios de que este tribunal sólo se limite a un rol más técnico en la evaluación del cumplimiento de los acuerdos de reestructuración, sin cuestionar el origen ilícito o amoral de las deudas. Sin embargo, en ambas posturas se contempla la necesidad de que este tribunal cuente con un código que sirva de marco jurídico para las decisiones por adoptar.

Sobre la primera vertiente, Ugarte y Acosta nos ofrecen el siguiente esquema del TIADS:

tendrá cinco miembros, dos nombrados por los acreedores, dos por los deudores y un quinto por los cuatro árbitros. Este jurado tendrá la misión de limpiar las deudas y reconocer cuáles son legítimas y cuáles no, invalidando las que no lo son. Luego tendrá la capacidad de suspender los cobros, el *standstill*, y proteger los activos y los gastos definidos en el nuevo código financiero internacional, así como los derechos de los acreedores definidos en el nuevo código financiero internacional, así como los derechos de los acreedores. Para este fin, el código financiero internacional debería de incorporar los elementos del Capítulo 9 de la ley de quiebras municipales de los Estados Unidos como propone Raffer (Ugarteche y Acosta 2003: 10).

Por el lado de los partidarios de un rol más técnico de este foro internacional, Todd, que admite la necesidad de contar con un código de reestructuración internacional basado en las reglas de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América (Todd 2015: 296), nos indica lo siguiente:

La corte tendría jurisdicción limitada y conocimiento especializado, al igual que los tribunales en el sistema de bancarrota de los Estados Unidos. Como resultado, esto aumentaría la eficiencia y el éxito de los paquetes de reestructuración de deuda soberana porque los expertos neutros considerarían escrupulosamente los términos particulares de cada acuerdo. Además, las medidas de austeridad se impondrían caso por caso a fin de adaptar los acuerdos a las necesidades exactas del Estado soberano y los acreedores interesados. Permitir que un tribunal internacional de quiebras determine y aplique medidas de austeridad en los acuerdos de reestructuración también es una mejor alternativa que tener una institución como el FMI que maneje tanto los paquetes de rescate

predeterminados como los acuerdos de reestructuración posteriores al incumplimiento. Si bien el FMI impone medidas de austeridad como condición para el uso de paquetes de rescate antes de que un país incumpla, el marco del FMI no siempre es perfecto. (...) Por lo tanto, este tribunal propuesto crearía un equilibrio entre la autonomía y la supervisión al permitir que el soberano negocie con sus propios tenedores de bonos y al mismo tiempo mantenga la capacidad de evitar que un soberano se descarrile como lo hizo Argentina. (Todd 2015: 297-298).

✓ El marco jurídico multilateral proveniente del sistema de Naciones Unidas

Dentro de los esfuerzos recientes para encontrar una solución regulatoria a la crisis de la deuda externa, la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó por amplia mayoría la Resolución N° 68/304 del 09 de setiembre de 2014, *Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana*, que más allá de declaraciones y documentos previos relacionados con la temática de la deuda externa, se presenta como el primer paso concreto dentro de esta organización internacional para enfrentar los problemas ocasionados por las acciones judiciales de los *Holdouts* (ONU 2014).

Esto último quedó claramente reflejado en la parte expositiva de esta Resolución¹⁹, sin embargo en la parte declarativa no existió una mención expresa a los *Holdouts*, siendo la prioridad la formulación de pedidos y exhortaciones para que los Estados, las instituciones de *Bretton Woods* y el sector privado realicen esfuerzos para prevenir las crisis de la deuda (mejora de los mecanismos financieros internacionales) y dar solución al problema de la sostenibilidad de la deuda externa de los países en desarrollo. En esta medida, en el punto 5 de la Resolución 68/304 se decidió: “elaborar y aprobar (...) un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a, entre otras cosas, aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el

¹⁹ *Reconociendo también que los esfuerzos de un Estado por reestructurar su deuda soberana no deben verse frustrados u obstaculizados por los acreedores comerciales, incluidos los fondos de inversión especializados como los fondos de cobertura, que adquieren deuda de Estados altamente endeudados con fines especulativos en los mercados secundarios a precios con grandes descuentos con la intención de litigar para tratar de obtener el reembolso de la totalidad del valor, Observando que los acreedores privados de deuda soberana son cada vez más numerosos, anónimos y difíciles de coordinar, que hay diversos tipos de instrumentos de deuda y que se emite deuda en una gran variedad de jurisdicciones, lo que complica la reestructuración de la deuda soberana* (ONU 2014).

desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales” (ONU 2014).

Sin embargo, debido a la resistencia de los Estados Unidos de América y de la UE, sólo la Asamblea General de las Naciones Unidas en setiembre de 2015 mediante la Resolución 69/319, Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, pudo aprobar nueve principios (no vinculantes) en esta materia: soberanía, buena fe, transparencia e imparcialidad, el trato equitativo, la inmunidad soberana, la legitimidad, la sostenibilidad y la reestructuración mayoritaria (ONU 2015); lo cual revela que la obtención de un consenso mundial necesario para el derecho internacional ha resultado enormemente difícil (Vereeck y Sourbron 2016: 13). Los alcances de la Resolución 69/319 serán materia de mayor análisis en el Capítulo III de este trabajo, en particular en lo que respecta al principio de inmunidad soberana.

3.1.2 Solución contractual (CACs).

También conocida como solución de mercado, debido a que se delega en los actores intervinientes en el mercado de la deuda soberana la responsabilidad directa de encontrar las respuestas a los problemas de pago que atraviesan los Estados, abogando, en especial, por el uso de las denominadas CACs en los contratos de préstamo que subyacen a la emisión de bonos (Ranieri 2015: 249), dejando de un lado la opción de contar con un marco regulatorio internacional.

Las CACs corresponden a una variedad de cláusulas contractuales destinadas a mejorar los problemas de coordinación entre los tenedores de bonos y facilitar las negociaciones durante las reestructuraciones de la deuda soberana. Entre las más importantes CACs tenemos a las de: reestructuración mayoritaria (la más ampliamente analizada), aceleración y no aceleración, agregación, representación, exclusión y agregación (Stefanescu 2016: 14). Estas cláusulas no son innovaciones recientes pues han existido por más de un siglo, mientras que otras cláusulas se introdujeron más recientemente en los contratos de deuda externa (Stefanescu 2016: 14).

En atención a que en las últimas emisiones de bonos de los Estados la incorporación de las CACs se da de forma recurrente, corresponde precisar cuáles son las ventajas que los

acreedores y el FMI encuentran en estas cláusulas, y que justificarían su utilización por encima de cualquier solución regulatoria en los problemas que se presentan en las reestructuraciones de la deuda soberana por el accionar de los *Holdouts*.

✓ La posición de los acreedores

Tradicionalmente las CACs fueron incluidas en los bonos soberanos gobernados por la ley inglesa, japonesa y luxemburguesa, teniendo poca presencia en aquellos bonos emitidos al amparo de la ley estadounidense, alemana, italiana o suiza (Koch 2004: 2). Esta situación fragmentada comienza a variar a favor de un uso uniforme de estas cláusulas en las emisiones de bonos, acentuándose dicha práctica a partir del 2003 (Koch 2004: 3), esto en el contexto de la discusión que se daba en torno a la implementación del SDRM impulsado por el FMI.

Sin dejar de reconocer que el enfoque estatutario proveniente de la propuesta del SDRM se tornaba favorable para los acreedores de los Estados, desde este grupo siempre se ha considerado que el enfoque voluntario (contractual) es superior para atender las contingencias que se pueden presentar en las deudas soberanas, sobre todo en un contexto en que se requiere lograr acciones colectivas en una amplia gama de instrumentos de préstamos y bonos (Gray 2003: 225). Por ello, frente a la crítica que ve el talón de Aquiles del régimen contractual en la dificultad que tiene para lograr una coordinación efectiva de los acreedores cuando el deudor emisor tiene pendiente una gran cantidad de bonos documentadas bajo diferentes leyes, lo que determinaría su incapacidad para disipar las acciones de aquellos acreedores deshonestos que expresamente deciden asumir el control de una o más emisiones de bonos, alejándose de las reestructuraciones de las deudas para obtener mejores términos en caso que decidan obstruir dichos procesos, el sector privado encuentra que la agregación o incorporación legal de los acreedores malintencionados en las reestructuraciones de deuda -tal como se plantea con el SDRM- no era conveniente si ello afecta las reclamaciones judiciales por los bonos pendientes de pago, ante lo cual se plantean las siguientes preguntas: a nivel filosófico ¿los beneficios de la agregación legal superan al demérito de la interferencia directa en los derechos contractuales?; y, a un nivel más práctico ¿es probada la necesidad de la agregación legal? (Gray 2003: 225-226).

Asumiendo una respuesta negativa a las preguntas planteadas, Gray, representante de la *International Primary Market Association* (IPMA), nos sugiere que son las propias prácticas del mercado las que proporcionan una salida a los problemas causados por los acreedores disidentes a las reestructuraciones soberanas y no las soluciones regulatorias:

La clave es la transparencia: si los prestamistas bancarios o los titulares de una emisión de bonos individuales sienten que están siendo tratados de manera justa en relación con otros acreedores, es más probable que cooperen. Si la mayoría necesaria no puede lograrse, por cualquier razón, los consentimientos de salida ofrecen un remedio alternativo basado en el mercado.

Con el mecanismo de consentimiento de salida, los tenedores de bonos están fuertemente motivados para aceptar una oferta de intercambio para evitar quedarse con bonos que han sido contaminados por enmiendas a términos de falta de pago, tales como compromiso negativo o inmunidad soberana, instigados por los titulares. Aunque muchos inversores lo consideran una usurpación clandestina de sus derechos, los consentimientos de salida han demostrado ser una adición importante al arsenal de acción colectiva y una demostración importante de la creatividad del sector privado cuando se lo deja a sus propios recursos. (Gray 2003: 226).

En principio, teniendo en la transparencia y las cláusulas de salida herramientas limitantes para el accionar de los *Holdouts*, la utilización de las CACs vendría a ser un plus adicional que se ofrece desde el mercado para garantizar el cumplimiento de los títulos emitidos en el contexto de la deuda soberana, tanto en situaciones normales como críticas (procesos de reestructuración). Al respecto, Häseler nos señala lo siguiente:

Usados con prudencia, las CAC pueden facilitar un proceso de reestructuración ordenado y eficiente: un deudor con problemas se acercará a los representantes de los tenedores de bonos en una etapa temprana para negociar una propuesta de modificación de los términos del bono. La propuesta luego será sometida a votación en una reunión de tenedores de bonos. Aprobación en cualquier lugar entre dos tercios y el 85% del principal elegible, dependiendo de los detalles de las cláusulas, llevará a cabo la modificación de la emisión de bonos en su totalidad, incluidos los acreedores disidentes. El resultado de este proceso puede considerarse justo porque todos los tenedores de bonos son tratados por igual; es de naturaleza consultiva y, por lo tanto, más favorable para los acreedores que una oferta de intercambio; y lo más importante, elimina el problema de los *Holdouts*. Además, las CAC son un complemento natural del nombramiento de un administrador fiduciario, una institución que puede suprimir las acciones perjudiciales de un bonista en

particular antes de que la reestructuración inducida por los CAC se haga efectiva. (Häseler 2011: 2).

✓ La posición del FMI

Tras el intenso debate que se dio en los inicios del presente siglo, y luego del rechazo que recibió la propuesta del SDRM, el FMI cambió de perspectiva en la priorización de una solución regulatoria para la salida de las crisis en las deudas soberanas y se ha mostrado partidario por el uso de las CACs como una mejor alternativa (FMI 2014: 16) -incluso luego de la crisis de la deuda argentina ocasionada por el accionar de los *Holdouts*, post reestructuraciones del 2005 y 2010, en donde se emitieron bonos con la inclusión de CACs (FMI 2014: 16-18)-, por lo que resulta importante señalar los elementos que destaca esta organización internacional para optar por una solución contractual.

En esta medida, coincidiendo con el auge en la utilización de las CACs en la emisión de los bonos soberanos, desde el 2003 para la gestión de la deuda pública el FMI -en una misma línea con el Banco Mundial- ha sugerido que los gestores de la misma deberían considerar la inclusión de las CACs en las nuevas emisiones de bonos soberanos internacionales, en consulta con sus asesores financieros y jurídicos (FMI 2014: 17), tal como se transmite en la directriz contenida en el párrafo 46 del documento *Revised Guidelines for Public Debt Management*: “Si un gobierno se ve obligado a reestructurar su deuda pública en un momento de peligro, los CAC en la emisión de bonos podrían ayudar a lograr una resolución más ordenada y eficiente” (FMI y Banco Mundial 2014: 22), cuya justificación es la siguiente:

El diseño y la incorporación de tales cláusulas en la documentación de bonos emitidos bajo leyes extranjeras han recibido una atención creciente en los últimos años. Estas cláusulas permiten que una mayoría calificada de bonistas vincule a todos los tenedores de bonos dentro de la misma emisión con los términos financieros de una reestructuración, y limitan la capacidad de una minoría de tenedores de bonos para interrumpir el proceso de reestructuración mediante el cumplimiento de sus reclamos después del incumplimiento. En un proceso de reestructuración de la deuda soberana, existe el riesgo de que una minoría de *Holdouts* pueda ralentizar o interrumpir un acuerdo que una mayoría calificada estaría dispuesta a respaldar. Al mitigar este riesgo, los CAC podrían contribuir a reestructuraciones de deuda pública más ordenados y rápidos. Dados estos beneficios potenciales, los gestores de deuda deberían, al emitir bonos soberanos internacionales (es

decir, bonos emitidos o garantizados por un gobierno o un banco central y gobernados por una ley distinta de la ley del emisor, o sujetos a la jurisdicción de un tribunal extranjero), considerar incluir tales cláusulas en nuevos préstamos, en consulta con sus asesores financieros y legales (FMI y Banco Mundial 2014: 22).

No obstante, los beneficios indicados para la reestructuración de una deuda soberana, en el FMI se admite que las CACs no logran eliminar del todo el problema de los *Holdouts*, tal como revela las experiencias en Grecia (2012) y Dominica (2004) (FMI 2014: 18).

Con respecto a esta solución que prioriza el uso de las CACs, el Grupo de Estudio de la Quiebra Soberana, en el documento presentado en la reunión de Johannesburgo del 2016, estableció un balance integral de los pros y contras que se han presentado a la fecha con el uso de estas cláusulas.

Por el lado, de los argumentos a favor se indica lo siguiente: las CACs mejoran la igualdad entre los acreedores: si no hay cláusulas que obliguen a los *Holdouts* los mismos recibirían una prioridad respecto de los *Holdins*; las CACs evitan que los *Holdouts* reclamen el pago a prorrata sobre la base de la cláusula *pari passu* (si opera con éxito todos los reclamos elegibles); las CACs reducen la necesidad de una solución de un tratado; y, las CACs reducen el riesgo de que el FMI u otros acreedores del sector oficial tengan que pagar a los *Holdouts* para preservar la estabilidad. Por su parte, en torno a los argumentos alegados en contra del uso de las CACs se indica que: la amenaza de *Holdouts* puede inducir al emisor soberano a hacer una mejor oferta; las CACs pueden debilitar aún más el poder de negociación de los acreedores; los *Holdouts* no son considerados por todos como un problema importante (entre 1997 y 2013, los acreedores excedieron el 10% de la deuda total en solo dos o tres casos de casi 20 y en la mayoría de los casos la participación del acreedor fue del 90% o más); y, las CACs no vincularán a todos los acreedores, por ejemplo, acreedores oficiales o prestamistas bancarios, lo que conduce a una posible discriminación. (International Law Association - Sovereign Bankruptcy Group 2016: 10).

Considerando este balance, el citado Grupo de Estudio considera que las CACs significan un avance fundamental y resuelven gran parte de los problemas, en la medida que equivalen a la votación de los acreedores en una reorganización corporativa e instalan una democracia financiera donde la mayoría de los acreedores tienen la última palabra de manera consciente. La utilización al máximo de las CACs permitirían superar los problemas de los *Holdouts* y, por ende, los problemas que se presentaron con el caso *pari passu* argentino. (International Law Association - Sovereign Bankruptcy Group 2016: 10).

3.1.3 Solución jurisprudencial.

Teniendo en cuenta que la actuación de los *Holdouts* en el devenir de las reestructuraciones soberanas se ha dado siempre principalmente en un plano judicial, específicamente, presentando demandas en la jurisdicción de Nueva York, es importante revelar que -al margen de las sentencias favorables que obtuvieron estos fondos de inversión- desde dicha jurisdicción se han dictado decisiones que se ubican en una línea favorable a la protección de las reestructuraciones soberanas.

✓ *Credit Francais International, S.A vs. Sociedad Financiera de Comercio, CA*

Se trata de una demanda presentada por *Credit Francais International, SA*, corporación bancaria francesa con sede en París, que formó parte de un consorcio internacional de nueve bancos que brindó el 24 de noviembre de 1980 un préstamo sindicado de \$ 25,000,000.00 de dólares a la *Sociedad Financiera de Comercio, CA*, una institución financiera venezolana, correspondiendo a la entidad francesa un depósito de \$ 3,000,000.00 de dólares respecto del total, conforme a los términos del acuerdo (Supreme Court, Special Term, New York County 1985).

En mérito a las disposiciones emitidas por el gobierno venezolano en los meses de febrero y marzo de 1983 para afrontar el problema de su deuda externa, que incluyó la adopción de ciertas regulaciones de control monetario, restringiéndose el uso de dólares e instando a todas las instituciones financieras venezolanas a reestructurar sus deudas y suspender todos los pagos sobre el principal adeudado hasta 1986, la *Sociedad Financiera de Comercio, CA*. sólo se limitó a realizar el pago de los intereses del préstamo contraído con el consorcio de bancos, lo cual motivó que la entidad bancaria francesa demandara a la financiera venezolana ante la jurisdicción de Nueva York por el incumplimiento del contrato de préstamo y requiriendo el saldo adeudado (Supreme Court, Special Term, New York County 1985). En primera instancia, el juez Alvin Klein, mediante sentencia del 05 de julio de 1984, acogió la pretensión del demandante respecto de las sumas debidas por la demandada; sin embargo, dicha situación se revertió en la apelación (Supreme Court, Special Term, New York County 1985).

En esta medida, la Corte Suprema de Nueva York, mediante sentencia emitida el 14 de mayo de 1985, constató, en virtud del acuerdo de préstamo sindicado, que en el presente caso existía una obligación implícita de los prestamistas individuales de no iniciar acciones legales contra el prestatario cuando los otros acreedores habían decidido abstenerse de tales medidas (Gruson 2004: 328). Al respecto, esta Corte señaló expresamente:

Cuando las partes acuerdan operar a través de un agente o una entidad colectiva, ya sea una corporación, una sociedad, un sindicato o un consorcio, se crea un organismo unitario y solo se puede permitir la acción unitaria. Las partes intentaron resolver de antemano no solo las posibilidades de elección del foro y de las leyes vigentes competentes, sino también evitar la posibilidad de una multiplicidad de demandas por parte de bancos individuales que trabajan con fines cruzados para su propio beneficio individual.

(...)

Los peligros y desventajas de la acción individual se destacan por los hechos en este caso. Los decretos financieros del gobierno venezolano, promulgados a la luz de una crisis monetaria, prohibieron el pago en dólares del principal de la deuda, al tiempo que permitieron el pago de intereses. La mayoría de los bancos independientes y los depositantes evidentemente han estado de acuerdo con la situación y no insisten en precipitar una crisis. Solo un banco, el demandante, con el 12% de la obligación total, insiste en el pago inmediato.

El demandante invitó a los otros bancos a unirse para llevar esta acción. Ninguno lo ha hecho. En cambio, acordaron abstenerse, a fin de no llevar al acusado a la insolvencia. El demandante entonces decide presentar una demanda de forma unilateral. Si se permite, los otros bancos deberían, como una cuestión de autoprotección, presentar sus propios juicios, confrontar al demandado con demandas dispares y mutuamente antagónicas e imposibilitar un enfoque ordenado para la refinanciación de la deuda. La mayoría de los bancos del consorcio podrían considerar adecuadamente que dicha acción pone en peligro sus posibilidades de obtener el reembolso final en su totalidad. Eso es lo que el acuerdo trata de evitar. Los nueve miembros del consorcio, al igual que los famosos Tres Mosqueteros, deben presentarse "todos para uno, y uno para todos" (Supreme Court, Special Term, New York County 1985).

Incluso antes de esta decisión, los académicos habían sostenido que los acuerdos típicos de préstamos sindicados proporcionan argumentos suficientes para inferir que las partes

tienen ciertas obligaciones implícitas, en particular el deber de cooperar en el control del riesgo compartido (Gruson 2004: 328-329).

✓ *¿El caso argentino?*

Bajo una mirada sesgada, el caso argentino únicamente estaría identificado como un ejemplo de afectación a la estabilidad o viabilidad de un proceso de reestructuración de deuda soberana, en especial si se toma en cuenta las repercusiones que tuvo la interpretación dada por los jueces de Nueva York a la cláusula *pari passu* en el juicio *NML Capital vs Argentina*. Sin embargo, ante otras demandas presentadas contra el Estado argentino, desde la jurisdicción neoyorkina se han emitido decisiones que abonan a favor de la consolidación y protección de un proceso de reestructuración, sobre todo en lo que respecta a la determinación de la naturaleza jurídica de los fondos soberanos depositados por los Estados a favor a los acreedores reestructurados, sirviéndonos en este punto la experiencia del caso *Ladjevardian y otros vs Argentina*²⁰.

Frente a la emisión de bonos que hizo la Argentina el 22 de abril de 2016, Ladjevardian, titular del fondo *United Capital Investments*, los días 26 y 29 de abril de 2016 presentó ante la jurisdicción de Nueva York órdenes de ejecución con relación a los activos argentinos que se encontraban en el dominio de *J.P. Morgan Securities LLC* y el BONY, respectivamente. El BONY manejaba unos activos de esta emisión de bonos como fideicomitente, toda vez que recibió \$ 3,120 billones de dólares del *Deutsche Bank*, entidad encargada de la recolección de los fondos producto de la emisión de bonos, quien de los \$ 9.371 billones de dólares solo pudo pagar directamente \$ 6.251 billones de dólares a un grupo de tenedores de bonos de la FAA, que habían acordado liquidar con la República antes del 29 de febrero de 2016. Por ello, frente a la obligación que tenía el BONY de destinar este excedente al Banco Central de la República Argentina, en caso que no se pudiera distribuir todo los ingresos a los tenedores de bonos de la FAA antes del 22 de octubre de 2016, para de esta forma pagar las deudas de la República Argentina con dicho Banco Central, se hizo necesario evaluar la procedencia de demanda presentada por Ladjevardian que afectaba específicamente a los "ingresos" de la emisión

²⁰ El caso de *Ladjevardian y otros vs Argentina* fue resuelto de manera conjunta con el caso *Colella y Dussault vs Argentina*, por presentar similitudes las pretensiones planteadas por los demandantes.

de bonos que "no se utilizaban para pagar" los acuerdos con otros tenedores de bonos (United States District Court for the Southern District of New York 2016: 3-4).

Teniendo en cuenta el argumento de la República Argentina que bajo la FSIA la propiedad de un Estado extranjero es inmune a cualquier medida de ejecución en los Estados Unidos, salvo que se encuentre en algún supuesto de excepción de esta Ley, en especial que la propiedad se encuentra en y se utiliza para una actividad comercial en dicho país, el juez Griesa entendió que la propiedad de un tercero con el único propósito de su posterior transferencia a un Estado extranjero no está siendo "utilizada" por el Estado (United States District Court for the Southern District of New York 2016: 10-11), haciendo la siguiente precisión con relación al caso:

Aquí, los demandantes alegan en parte que el BNYM simplemente tiene fondos que finalmente pueden llegar a la República, quizás a través del BCRA. Incluso si eso fuera cierto, los demandantes se chocarían contra la inmunidad de ejecución bajo la FSIA porque la propiedad a la que apuntan no está siendo "utilizada para una actividad comercial" por la República. Más bien, está en manos de un tercero, el BNYM, y no está siendo -y de hecho no puede ser- "utilizado" por la República en absoluto. Ver infra Secciones 1 (b) y (c). La República no tiene la "oportunidad de uso" de la propiedad que no está "en manos de la República" y, por lo tanto, la FSIA impide la ejecución de cualquier producto en poder del BNYM. (United States District Court for the Southern District of New York 2016: 11).

En esta medida, la Corte Distrital del Distrito Sur de Nueva York concluyó que no se puede permitir que se ejecute sobre la propiedad que no es de la República Argentina, decisión que fue confirmada por la Corte de Apelaciones de Nueva York el 17 de octubre de 2016.

3.2 El fortalecimiento y protección de los procesos de reestructuración de deuda soberana a partir del respeto del principio de inmunidad soberana.

Desde la lógica que impera en el Derecho de los contratos, al ser los instrumentos de deuda soberana títulos que pueden ser negociados y transferidos de forma libre por los acreedores particulares -en especial los bonos-, no cabe duda que teniendo en cuenta los intereses de las partes y las expectativas de cumplimiento de las prestaciones es comprensible que los *Holdouts*, conforme a los términos de la ley aplicable y el juez

competente incluidos en estos contratos, presenten demandas contra los Estados en caso que estos incumplan sus obligaciones de pago.

El *quid* de la cuestión, desde nuestro punto de vista, no es arreciar críticas contra las acciones especulativas desarrolladas por los *Vulture Funds* al adquirir deuda soberana castigada en el mercado secundario para posteriormente solicitar el pago del valor original, más los intereses respectivos, a través de juicios agobiantes para los Estados deudores (que principalmente se dan en el foro de Nueva York), sino en cuestionar que la acreencia reconocida a estos *Holdouts* dé pie a que tengan una especie de facultad o derecho a bloquear o traerse abajo los planes de reestructuración de deuda soberana, incluso cuando esto provenga de interpretaciones novedosas o audaces de la cláusula *pari passu* presente en los títulos emitidos, o de un interés en salvaguardar la funcionalidad del mercado de la deuda, toda vez que detrás de estas reestructuraciones se encuentra la salvaguardia económica y social de los países, y la estabilidad del sistema financiero internacional.

Esta protección otorgada a los planes de reestructuración de deuda soberana se sumaría a las leyes y regulaciones que gobiernan la arquitectura financiera internacional que, de acuerdo a Guzmán, deben contribuir a que la economía global funcione bien, concepto que todavía no tendría una clara definición, pero que estaría asociado con los principios de eficiencia, conservación del ambiente y equidad. (Guzmán 2016: 611). Conforme a esta perspectiva, una de las funciones que debe cumplir este tipo de normas está en proveer condiciones para que una crisis de deuda, con todas las implicancias económicas y sociales que trae consigo, sea resuelta sin rezagos ineficientes (Guzmán 2016: 611).

Los casos de *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* van de la mano de una realidad que impone la necesidad de garantizar la viabilidad de las reestructuraciones de deuda soberana, a efectos de que no sean presas fáciles del accionar de los *Vulture Funds*. De hecho tomando como punto de partida el año 1970 “más de la mitad de los episodios de reestructuración con acreedores privados fueron seguidos de otra reestructuración o de un default en menos de cinco años”, en donde los *Vulture Funds* han hurgado en las debilidades de la arquitectura financiera internacional que permite la interposición de acciones judiciales a estos *Holdouts* no permitiendo un aire a las economías de la países para salir de las crisis de deuda, obteniendo sentencias y medidas judiciales que han

devuelto a los Estados a una situación de default soberano. Sobre esta debilidad de las reestructuraciones de deuda soberana, Guzmán nos ofrece la siguiente explicación:

En ausencia de marcos legales para reestructurar deudas, estos procesos se llevan a cabo mediante una negociación descentralizada, en la que el deudor debe negociar sobre múltiples series de bonos y múltiples tipos de deuda con múltiples acreedores, posiblemente con diferentes capacidades para negociar. Tales negociaciones tienden a resolverse a base del poder de negociación de las distintas partes involucradas y no (...) a base de principios de eficiencia y de equidad. Los resultados pueden ser (y en la práctica la mayoría de las veces son) nefastos. El resultado esperado es que los enormes costos que tiene una reestructuración de este tipo desincentive a los gobiernos de los países con problemas de sostenibilidad a iniciar un proceso de reestructuración. Finalmente, cuando el proceso se lleva a cabo, el alivio de deuda tiende a ser insuficiente para restaurar la sostenibilidad y recrear las condiciones para la recuperación del nivel de actividad económica. Se trata de un reconocido síndrome llamado “demasiado poco, demasiado tarde”. La evidencia sobre la insuficiencia de las reestructuraciones soberanas es abrumadora. Las estadísticas indican que con alta frecuencia las reestructuraciones que se realizan, en los marcos deficientes actuales no son suficientes para restaurar la sostenibilidad, y poco tiempo después son seguidas de otra reestructuración o default. (Guzmán 2016: 620)

En tal sentido, se necesita blindar a los procesos de reestructuración de deuda soberana con la institución de la inmunidad soberana, a fin de otorgar una auténtica garantía a los Estados de que la protección de sus fines e intereses públicos asumidos ante sus ciudadanos no se van a ver perjudicados por el accionar litigante de los *Vulture Funds*, por lo que nos avocaremos en esta parte a demostrar que en el Derecho Internacional existen reglas y principios proclives al otorgamiento de esta inmunidad, para luego incidir en las condiciones que debe tener una reestructuración para gozar de este privilegio y, finalmente, señalar los efectos jurídicos de caer en el ámbito de la inmunidad soberana.

3.2.1 Fuentes normativas de la propuesta.

Como fuentes principales de nuestra propuesta tendremos a las disposiciones de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*, en adelante *CIJEB*, adoptada mediante Resolución A/59/38 el 02 de diciembre de 2004, en el marco de la sexagésima quinta Asamblea General de las Naciones Unidas, que si bien no se encuentra en vigor, sirve de importante referencia de la práctica internacional en esta

materia y viene siendo invocada por las más altas instancias judiciales de distintos Estados (Gómez 2011: 155); y, los *Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana*, en adelante *PBPRDS*, adoptados a través de la Resolución A/RES/69/319 el 10 de septiembre de 2015, en el sexagésimo noveno período de sesiones de la Asamblea General de las Naciones Unidas.

✓ *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*

Conforme a los artículos revisados en el Capítulo I del presente trabajo de la *Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes (CIJEB)*, acuerdo que adopta la teoría restrictiva de la inmunidad soberana, los Estados pueden renunciar de forma expresa a su inmunidad de jurisdicción (artículo 7°) y/o ejecución (artículo 19°), o perder casi irremediadamente, salvo pacto en contrario, la inmunidad de jurisdicción en el supuesto que celebren una transacción mercantil con una persona natural o jurídica extranjera (artículo 10°). La deuda externa es aleccionadora en estos tipos de pérdida de inmunidad soberana, ya que los Estados a efectos de obtener créditos internacionales o lograr la colocación de los bonos emitidos al exterior se ven en la necesidad de renunciar a estas inmunidades ante sus acreedores, o correr el riesgo de perderlas al someter la solución de diferencias de sus contratos de deuda a la jurisdicción de otro Estado, tal como se verificó en *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina*.

Sin embargo, existe un cuestionamiento planteado -sobre todo a raíz del caso argentino- en si la renuncia a las inmunidades de jurisdicción y/o ejecución por los Estados otorga a los jueces de cualquier jurisdicción extranjera las facultades de imponer sanciones contra estos sujetos soberanos, a fin de obligarlos a cumplir los mandatos judiciales que ordenan el pago de lo adeudado a los *Holdouts* (Tuninetti 2016: 251)

En este punto, al abrirse el debate en torno a las medidas judiciales dispuestas por los jueces de Nueva York de prohibir la entrega de los fondos depositados por la Argentina en el BONY, a favor de los acreedores que se acogieron a los canjes de 2005 y 2010, por la vulneración que ello suponía a la cláusula *pari passu*, y la autorización dada a los *Holdouts* para que puedan buscar información a través de las instituciones financieras sobre bienes comerciales embargables que poseía la Argentina fuera de los Estados Unidos de América, de una revisión de la *Foreign Sovereign Immunities Act* ("FSIA") que

rige en dicho país –importante cuerpo legal con similares reglas a las de la *CIJEB* (*Convención sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes*)–, y que sirvió de base para dación de las medidas judiciales cuestionadas, un sector de la doctrina ha indicado lo siguiente: “[...] FSIA no debe leerse para permitir a los tribunales imponer sanciones por desacato a soberanos extranjeros, en parte porque no se pueden hacer cumplir, pero más aún porque esta práctica contraviene principios constitucionales sobre la primacía del poder ejecutivo en la conducción de asuntos internacionales” (Tuninetti 2016: 218).

En este punto, de acuerdo a la experiencia de los Estados Unidos la emisión de sanciones por desacato contra soberanos extranjeros ha hecho poco o nada para cambiar la capacidad de los demandantes para recuperar sus deudas, así como tampoco la eliminación de estas sanciones ha empoderado a los soberanos extranjeros recalcitrantes ante los tribunales estadounidense. Lo cierto es que los Estados Unidos puede imponer costos extrajudiciales a estos Estados mientras mantiene su legitimidad en la comunidad legal internacional, al tratar a los soberanos extranjeros en sus tribunales de manera más similar a como los tribunales de los Estados Unidos tratan a los Estados Unidos. (Tuninetti 2016: 251)

Similar acotación sobre la falta de competencia que tendrían los jueces de un Estado en aplicar sanciones contra otro par soberano en el Derecho Internacional se obtendría del artículo 24° (1) de la *CIJEB*, que señala lo siguiente:

Artículo 24

Privilegios e inmunidades durante la sustanciación del proceso ante un tribunal

1. El hecho de que un Estado incumpla o rehuse cumplir el requerimiento de un tribunal de otro Estado por el que se le inste a realizar o abstenerse de realizar determinado acto o a presentar cualquier documento o revelar cualquier otra información a los efectos del proceso no tendrá más consecuencias que las que resulten de tal comportamiento en relación con el fondo del asunto. En particular, no se condenará a ninguna multa o pena al Estado que haya incumplido o rehusado cumplir tal requerimiento.

En esta línea, y en contra de lo argumentado por los Estados Unidos de América -que desconoce el carácter de normas consuetudinarias a las disposiciones recogidas en la *CIJEB*- tal como señala Tuninetti “[...] el uso de sanciones por desacato contra Estados extranjeros contraviene el enfoque de la inmunidad soberana extranjera sobre todo en los

Estados occidentales que han aceptado durante mucho tiempo la teoría restrictiva de la inmunidad soberana” (Tuninetti 2016: 244-245).

Bajo esta lógica, el bloqueo a los procesos de reestructuración de la deuda soberana representa una clara violación a la inmunidad soberana de los Estados, y tal como lo demuestra el caso *NML Capital vs Argentina*, a los jueces de los Estados Unidos de América les resultó inviable la posibilidad de embargar los fondos depositados en el BONY a favor de aquellos acreedores de la Argentina que rehusaron a someterse a los canjes del 2005 y 2010 (aunque el daño al proceso de reestructuración de la deuda argentina vino por el lado de la restricción del traslado de estos fondos a las cuentas de los *Holdins*).

✓ *Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana* (Naciones Unidas)

Tal como se indicó en el Capítulo II del presente trabajo, la Resolución A/RES/69/319 de las Naciones Unidas aprobó nueve principios que se deben contemplar en los procesos de reestructuración de la deuda soberana.

Si bien estos principios no tienen un carácter vinculante para los Estados, se destaca que los mismos promueven la articulación responsable de los préstamos soberanos con los derechos humanos y las obligaciones del Derecho Internacional Público, además de contar con el valor añadido de haber sido adoptados por el órgano más representativo y democrático de la comunidad internacional: la Asamblea General de las Naciones Unidas (Rossi 2016: 191). De esta manera, se indica que los principios mencionados “[...] constituyen las principales líneas directrices sobre las cuales debe basarse el marco regulador multilateral” (Rossi 2016: 191).

Cabe destacar que en el tercer párrafo de la parte considerativa de la Resolución A/RES/69/319 se menciona que cualquier conjunto de principios que gestione y resuelva las crisis financieras debe ir de la mano de una *obligación de los deudores soberanos y sus acreedores de obrar de buena fe y con espíritu de cooperación para pactar una reorganización consensuada de la deuda de los Estados soberanos*, lo que está en

sintonía con los alcances señalados de los Capítulos 5 (buena fe) y 9 (cooperación) de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América.

A nivel de las bases sobre las cuales deber erigirse todo proceso de reestructuración, se tiene lo previsto en el principio 1 de los *PBPRDS* que implica el principio de soberanía, que se traduce en el *derecho de los Estados de elaborar sus políticas macroeconómicas, incluida la reestructuración de su deuda soberana, derecho que no debe verse frustrado ni obstaculizado por medidas abusivas*, aunque bajo la máxima de que *la reestructuración debe hacerse como último recurso, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores*.

Otro pilar de una reestructuración soberana, se encuentra en el principio 8 de los *PBPRDS* de la *sostenibilidad*, que sugiere que *las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos*. Sobre los alcances de lo señalado se indica que: “Este principio expresa inequívocamente la necesidad de que las normas que regulan los procesos económicos internacionales -en este caso, la reestructuración de la deuda- están limitadas por aquellas que rigen los compromisos del Estado de respetar y garantizar los derechos humanos. Este vínculo generalmente está ausente en las regulaciones que rigen el sector financiero internacional” (Rossi 2016: 191).

Una vez asegurada las bases en la reestructuración de una deuda soberana, el principio 9 de los *PBPRDS* nos convoca sobre la forma en que esta debe realizarse, impulsándose la figura de la *reestructuración mayoritaria* que implica que los acuerdos de reestructuración de la deuda soberana deben ser *aprobados por una mayoría calificada de los acreedores de un Estado* y que estos acuerdos no pueden verse *afectados, perjudicados u obstaculizados de otro modo por otros Estados o por una minoría no representativa de acreedores, que deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores*. En correspondencia con esta dinámica, se alienta a que los Estados *incluyan cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda soberana*. Bajo esta óptica

tenemos que un proceso de reestructuración no puede verse condicionado a futuro por las acciones adoptadas por los *Holdouts*, que si bien cuentan con el legítimo derecho de no participar en dicho proceso, ante la excepcionalidad y magnitud del mismo no es factible que en la deuda soberana todo se someta a las reglas contractuales conforme a los intereses de los *Vulture Funds*, usualmente, un sector minoritario de los acreedores de los Estados.

Una vez adoptada la reestructuración de una deuda soberana, el principio 6 de los *PBPRDS* propicia que en este proceso se impone la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución como un *derecho de los Estados ante los tribunales internos extranjeros*, y *las excepciones deberán interpretarse de manera restrictiva*. Indudablemente se aprecia que este principio 6 no adopta la teoría de la inmunidad soberana absoluta de los Estados, pero tampoco se alinea con la habitual teoría restrictiva. Las excepciones para la pérdida de la inmunidad de jurisdicción y ejecución dentro de un proceso de reestructuración de deuda soberana deben tener una lectura restringida, es decir, la excepcionalidad deberá ser mayor a la que habitualmente se adopta en los casos en que el Estado actúa como un particular bajo su *ius gestionis*, por lo que estaríamos en una especie de inmunidad soberana *cuasi* absoluta o inmunidad soberana restrictiva *plus*. Sobre los alcances de este principio en los procesos de reestructuración de la deuda soberana, Guzmán y Stiglitz nos señalan lo siguiente:

El principio de inmunidad soberana es crucial, ya que supedita la validez de todo contrato relacionado con la deuda soberana al principio del derecho internacional según el cual ningún país puede renunciar a su inmunidad soberana, así como ninguna persona puede venderse en esclavitud. Este principio también acota las obligaciones que un gobierno democrático puede imponer a sus sucesores. Aunque no excluye la posibilidad de emitir deuda en otras jurisdicciones, el principio de inmunidad soberana restringe el alcance de la legislación extranjera y reafirma la idea de que la injerencia extranjera en la reestructuración de la deuda soberana no puede traspasar determinado límite (Guzmán y Stiglitz 2016: 6-7).

Tal como la doctrina indica, la inmunidad de jurisdicción y de ejecución supondría una eficiente herramienta para bloquear la actuación litigiosa de los *Holdouts*, que según la experiencia previa han logrado obtener más preferencias en el cobro de sus acreencias que muchos *Holdins*, a partir de los diversos juicios planteados contra los Estados.

Sobre las condiciones que siempre deberían observarse para la preservación de la inmunidad de jurisdicción y/o ejecución en los procesos de reestructuración de deuda soberana serán objeto de estudio en el siguiente punto.

3.2.2 Requisitos para la extensión del principio de inmunidad soberana.

Muchos de los elementos o condiciones que se van a detallar a continuación en gran medida han sido propuestos en el marco de otras propuestas para garantizar la viabilidad de los procesos de reestructuración de la deuda soberana, sin embargo nuestro interés central es sólo garantizar la inmunidad de jurisdicción y ejecución de estos procesos, a fin de evitar que los *Holdouts* subviertan el orden acordado entre la mayoría de los acreedores y los Estados que contaría con el visto bueno del FMI.

- ✓ Estado de necesidad o fuerza mayor

En una situación normal es prudente y recomendable que el principio *pacta sunt servanda*, ampliamente reconocido en los Derechos internos de los Estados y en el Derecho Internacional, sea la regla que rija el tratamiento de los contratos de la deuda externa y que exige a las partes intervinientes el cumplimiento fiel de sus promesas, conforme a las circunstancias y a las expectativas que tuvieron en cuenta al momento de la celebración de estos contratos. Sin embargo, ante eventos no previstos que escapan del control de las partes y que generan riesgos no asumidos en un inicio en estos contratos, poniendo a los Estados en una situación de mayor desequilibrio a la que tradicionalmente se encuentran cuando salen al mercado para obtener divisas, al elevarse de forma abrupta el monto de la deuda a pagar -manifestándose la figura clásica de la excesiva onerosidad de la prestación- se impone la aplicación del principio *rebus sic stantibus*, regla que al igual que el principio *pacta sunt servanda* es aceptado a nivel del Derecho Internacional y en los Derechos nacionales, y cuyo objetivo final es lograr un reequilibrio en las prestaciones pendientes por cumplir entre las partes.

Por tal motivo, en los casos en que se enfrente un riesgo real de caer en una situación de *default* soberano o incurriendo en la misma, conforme a lo previsto en el principio 1 de los *PBPRDS*, los Estados tienen el derecho de reestructurar su deuda soberana, tanto de forma preventiva (*preemptive debt restructurings*) como salida de la crisis (*post-default*

restructurings), que no obstante pueda ocasionar un perjuicio temporal a los acreedores por la suspensión de los pagos hasta la fijación de los nuevos términos contractuales, se impone sobre los derechos de estos prestamistas o bonistas, en la medida que los deudores soberanos son sujetos que participan en el mercado internacional en cumplimiento de políticas económicas que se fundamentan en la atención de los intereses generales de la población. Es en mérito de la atención de estos intereses generales que, por ejemplo, en el Capítulo 9 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos de América se autoriza a las municipalidades suspender el cumplimiento de sus obligaciones financieras para no perjudicar la atención de sus funciones políticas y sociales con sus ciudadanos.

Los contratos y la ejecución de los mismos no pueden ser reducidos a un universo limitado en donde sólo jueguen los intereses de los contratantes; el fenómeno contractual también deviene en una institución social que no debe ir en contra de la realidad que lo cobija, por lo que frente a un panorama en donde el cumplimiento irrestricto de los contratos ocasione una injusticia o externalidades insoportables de ser asumidas por los demás miembros de una sociedad se impone la necesidad de un cambio, y en el caso de la deuda externa el cambio se impone cuando los Estados enfrentan una situación de *default* soberano.

La identificación de los eventos que pueden justificar el derecho de los Estados a reestructurar la deuda soberana no resulta una tarea sencilla y puede ser materia de un amplio debate entre los acreedores y los deudores, existiendo además la imposibilidad de establecer una relación taxativa de supuestos. Siguiendo el trabajo de Reinhart y Rogoff, que han hecho un estudio de las crisis financieras a través de ocho centurias, tenemos a los siguientes eventos económicos que usualmente están presentes en las crisis de deuda externa: a) la caída en los precios de las materias primas, b) las alteraciones en los flujos de capital y las crisis en los centros financieros, c) el crecimiento de las deudas internas, d) los procesos inflacionarios, y e) las alteraciones en los tipos de cambio (Reinhart y Rogoff 2008: 31-50).

Tal vez los dos primeros supuestos sean más fáciles de ser aceptados como condicionantes para las reestructuraciones de las deudas soberanas, debido a que responden a crisis cíclicas que escapan al control de un solo Estado y en donde tienen mucha incidencia las decisiones adoptadas por los privados, mientras que en los tres

últimos, por tener un origen más ligado a un mal manejo económico de los Estados, resultaría válido plantear un cuestionamiento moral que niegue el cambio de los términos contractuales por la irresponsabilidad de los deudores soberanos, de lo contrario se estaría liberando a una de las partes de actuar bajo el principio de buena fe.

Lo cierto es que los Estados son entes muy complejos, en donde además del fenómeno económico confluyen otros fenómenos de orden político, social, cultural y religioso que interactúan entre sí y que imposibilitan que el manejo de la economía sea estrictamente técnico, y que resulte no muy relevante la imputación de una mala fe en la gestión de la deuda soberana. Además, muchas de las reestructuraciones soberanas se han dado de forma posterior a crisis económicas donde la mayor responsabilidad recayó en los Estados, tal como fueron los casos del Perú y la Argentina.

Para minimizar los riesgos de una utilización indebida del derecho a la reestructuración de la deuda soberana por parte de los Estados es importante que exista un organismo especializado en esta materia, y que evalúe el grado de responsabilidad de estos deudores en el *default* soberano y dé un visto bueno para el ejercicio de este derecho, siendo el FMI el ente que presenta mayores credenciales para asumir este rol.

✓ Evaluación y anuencia del FMI

En la búsqueda de las soluciones más viables para las crisis de la deuda externa el FMI siempre ha tenido un rol central. Frente al fracaso que tuvo la propuesta del SDRM algunos autores han propuesto nuevamente la participación de esta organización internacional, a través del denominada *Sovereign Debt Adjustment Facility* (SDAF) que tendría por objeto facilitar una línea de préstamos a los países endeudados, procurando a su vez que se dé una reestructuración ordenada, para lo cual el FMI debería evaluar los esfuerzos dedicados por el Estado a la reestructuración y la sostenibilidad de la deuda pública antes de conceder la asistencia de la SDAF (Vereeck y Sourbron 2016: 12). En esta medida, la SDAF tendría como propósitos principales: “[...] crear un dispositivo de compromiso más sólido para que el Fondo no se vea involucrado en el rescate de países cuyas deudas probablemente no sean sostenibles a menos que estos países también se reestructuren; y para proteger a los países que realizan reestructuraciones ordenadas en el contexto del SDAF de Holdouts” (Buchheit y otros 2013: 32).

Toda vez que la propuesta de la SDAF es tan ambiciosa como el SDRM, ya que requiere una acción multilateral coordinada para su implementación (Vereeck y Sourbron 2016: 12), y que puede chocar con la postura de los acreedores que prefieren una solución contractual, se destaca que los criterios a evaluar por el FMI bajo la SDAF tendrían que ser similares a los que se emplean en la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME) (Buchheit y otros 2013: 32), por lo que independientemente de que dicha propuesta sea aceptada, existe un fuerte consenso a nivel institucional respecto de los criterios o lineamientos que un Estado debe seguir para obtener una anuencia internacional para llevar una reestructuración ordenada de su deuda, todo ello con la supervisión del FMI. En esta medida, los criterios por evaluar con los ajustes respectivos tendrían relación con los siguientes puntos: i) tener un ingreso per cápita bajo; ii) enfrentar una situación de endeudamiento insostenible, que supere el alcance de los mecanismos de alivio de la deuda tradicionalmente disponibles; iii) tener una trayectoria satisfactoria de reforma y aplicación de políticas adecuadas en el marco de programas respaldados por el FMI y el Banco Mundial; y, iv) haber elaborado un Documento de Estrategia de Lucha contra la Pobreza (DELP), siguiendo un proceso participativo de base amplia en el país.

Dependiendo de la magnitud de la crisis de la deuda externa no es necesario que el FMI deba aplicar al mismo tiempo todos los criterios señalados para respaldar una reestructuración de deuda soberana, pues de lo contrario estaríamos ante un supuesto que calzaría en la Iniciativa para los PPME, en todo caso los criterios ligados a los puntos ii) y iii) serían los más comunes en una evaluación por parte del FMI.

✓ Convocatoria a la totalidad de los acreedores

Para que un proceso de reestructuración de deuda caiga bajo el ámbito de la inmunidad soberana es indispensable que el Estado deudor agote todos los esfuerzos a su alcance para convocar a todos sus acreedores que se verían afectados por la modificación de los términos contractuales en mérito de la reestructuración. La convocatoria de un grupo determinado de acreedores y la exclusión de otros, como los *Vulture Funds*, supondría una práctica discriminatoria arbitraria de parte del Estado, lo que está en contra de lo contemplado en el principio de trato equitativo, recogido como quinto principio básico de

los *PBPRDS*, que establece que *ningún acreedor o grupo de acreedores debe ser excluido a priori del proceso de reestructuración de la deuda soberana*.

Una vez que el Estado cumpla con esta obligación escaparía de su ámbito de responsabilidad el hecho que los *Vulture Funds* se muestren renuentes a participar en la reestructuración, convirtiéndose, por ende, en *Holdouts*, y mantengan su estrategia de recurrir a las vías judiciales o arbitrales para hacer efectivo el pago de sus acreencias.

✓ Aceptación de la mayoría de los acreedores

Una vez llevada a cabo la convocatoria en los términos señalados, conforme a lo previsto en el principio 9 de los *PBPRDS*, sobre la *reestructuración por mayoría*, debe existir *una mayoría cualificada de los acreedores* que aprueben *los acuerdos de reestructuración de la deuda soberana*, de manera que estos no se vean *afectados, perjudicados u obstaculizados de otro modo por otros Estados o por una minoría no representativa de acreedores, que deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores*.

A nuestro criterio es importante que la mayoría cualificada de acreedores sea del total de los que fueron convocados y no de los que aceptaron participar para darle mayor legitimidad al proceso de reestructuración, en tanto que no sería lógico que una convocatoria que haya tenido una escasa respuesta (por ejemplo, menos de la mitad de los acreedores deciden participar en la reestructuración) sirva de base para vincular a la mayoría de los prestamistas o tenedores de bonos. Siguiendo los estándares manejados en las CACs sobre reestructuración mayoritaria (o acción mayoritaria), en especial las incluidas en los bonos sometidos a la legislación inglesa, que en los puntos denominados materias reservadas -que responden a los asuntos más neurálgicos de una deuda (tales como pago de cupones, vencimiento, reducción de capital y moneda)- exigen que las decisiones se tomen con una aceptación 75% de los intervinientes (aunque estos solo representen al 50% del total de acreedores, según las reglas de quórum de una primera convocatoria) (Stefanescu 2016: 14-15), sería altamente recomendable utilizar dicho porcentaje como estándar de respaldo del total de acreedores de un Estado para la aprobación de un proceso de reestructuración.

En la línea de lo expuesto, también resulta útil ponderar que de acuerdo al referido principio 9 *debe alentarse a los Estados a que incluyan cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda soberana*, por lo que en sí misma la reestructuración de una deuda soberana, y su protección de los *Holdouts*, no tiene por qué excluir a una solución contractual, de manera que junto al respaldo institucional internacional proveniente del FMI se contaría con el soporte proporcionado por el mercado de divisas y capitales.

3.2.3 La inmunidad soberana en las reestructuraciones de la deuda soberana ante los *Holdouts*.

Acreditado el cumplimiento de los requisitos previamente señalados, somos de la opinión que los planes de reestructuración de deuda soberana aprobados entre los Estados y sus acreedores deben estar protegidos por la figura de la inmunidad soberana, en aras de evitar que quienes actuaron de buena fe y aceptaron el cambio de las circunstancias, se vean perjudicados por la actitud especulativa de los *Holdouts*, que buscan ante todo maximizar sus ganancias a través de los reclamos judiciales interpuestos, sin importarles las externalidades negativas que esta práctica ocasione en la realidad.

A diferencia de la lógica que prima en la solución regulatoria, con la inmunidad soberana no se trata de imponer a los *Holdouts* los nuevos términos contractuales de la reestructuración, pues en atención a la primera pregunta planteada por Gray, respecto a si cabe un desmedro de los derechos contractuales de los *Holdouts* de exigir el cumplimiento judicial de los mismos por priorizar la universalidad de la reestructuración, entendemos que la respuesta es negativa; nada justificaría el quebrantamiento de la libertad de contratar de una persona natural o jurídica, derecho humano reconocido ampliamente a nivel internacional, para garantizar el éxito de un proceso de reestructuración. En todo caso, lo que se pretende con la inmunidad soberana de los procesos de reestructuración es marcar una separación legal esquemática. Los *Holdouts*, como minoría, por su propia voluntad van a estar situados en el esquema judicial clásico que se impone cuando se demanda a un deudor soberano, por lo que una vez declarado el derecho al pago íntegro de su crédito reconocido deberán de agotar todas las medidas jurídicas que dispongan para hacer efectiva la sentencia, pero sin que ello deba afectar directa o indirectamente al proceso de reestructuración. Por su parte, este proceso se ubicaría en un esquema contractual *sui generis*, en tanto que no sólo considera los

derechos de los contratantes, sino que toma en cuenta las obligaciones que tiene el deudor soberano con su población, además de las expectativas de los miembros de la comunidad global de contar con un sistema financiero internacional estable y libre de crisis.

En esta medida, conviene indicar los mecanismos de protección que se activarían con la inmunidad soberana invocada a favor de los procesos de reestructuración.

✓ La inmunidad de jurisdicción: protección del mecanismo de pago de la deuda externa

En correspondencia con el principio 6 de los PBPRDS, bajo la inmunidad de jurisdicción los jueces de cualquier Estado deberían declararse incompetentes respecto de cualquier demanda entablada por los *Holdouts* que pueda afectar o interferir una reestructuración soberana.

En caso que la demanda sea presentada contra un Estado en su condición de miembro del proceso de reestructuración, la inmunidad de jurisdicción se impondría de forma nítida, por ejemplo, una solicitud dirigida a impedir que el Estado cumpla con realizar los depósitos para el pago de las cuotas pactadas. No obstante, tal como se apreció en los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* las decisiones judiciales que afectaron los procesos de reestructuración, fueron restricciones o prohibiciones para la recepción o entrega de los fondos soberanos a favor de los acreedores reestructurados, cuyos destinatarios fueron los agentes fiscales o *clearing houses*, es decir, sujetos no soberanos, por lo que se podría alegar que en estos supuestos no corresponde aplicar la figura de la inmunidad de jurisdicción.

Por nuestra parte creemos que lo último resulta una mirada cerrada que desconocería la magnitud y complejidad que presenta un proceso de reestructuración, pues cualquier limitante que se imponga a un miembro de este proceso, dificultando el cumplimiento de sus obligaciones, afecta directamente al Estado que en definitiva es quien sobrelleva la carga de velar que la reestructuración se lleve con éxito, a fin de garantizar el pago a sus acreedores.

En esta medida, como un importante referente para la inmunidad de jurisdicción que se debe aplicar en los procesos de reestructuración tenemos a la Ley aprobada el 6 de abril de 2008 por el Estado belga, que prohíbe automáticamente cualquier intento judicial de embargar los fondos asignados a los países pobres en desarrollo en el marco de los programas de asistencia oficial para el desarrollo (ONU-Comité Asesor del Consejo de Derechos Humanos 2016: 11-12); lógica perfectamente replicable para impedir los intentos judiciales de los *Holdouts* de embargar, inmovilizar o restringir la entrega de los fondos soberanos depositados o trasladados a los agentes fiscales o *clearing houses* para el pago de la deuda con los acreedores reestructurados.

- ✓ La inmunidad de ejecución: protección de los bienes destinados al pago de la deuda externa

Como otra cara de la misma moneda en el otorgamiento de la inmunidad soberana a las reestructuraciones soberanas, y de acuerdo al mencionado principio 6 de los PBPRDS, se impone revestir de la inmunidad de ejecución a los bienes que sirven como medio de pago para el cumplimiento de las obligaciones que tienen a su cargo los Estados en estas reestructuraciones, aunque en los hechos en algunos casos judiciales estos bienes han sido declarados inejecutables a favor de terceros, toda vez que se entiende que los mismos pertenecen a los acreedores reestructurados.

En el caso de la Argentina, si bien el daño al proceso de reestructuración estuvo en la decisión de la justicia de Nueva York de ordenar el congelamiento de los fondos depositados en el BONY, la misma jurisdicción en el caso de *Ladjevardian y otros vs Argentina* asumió que no era viable la ejecución de estos bienes a favor de un *Holdout* como Ladjevardian, ya que se entendió que dicha propiedad no tiene un uso comercial en los Estados Unidos, incluso cuando los bienes puedan retornar al Estado argentino para el cumplimiento de deudas con el Banco Central de dicho país.

Sin embargo, en aras de una mayor transparencia y seguridad jurídica, conviene que se indique expresamente que los fondos que los Estados destinan para el cumplimiento de sus obligaciones de pago dentro de un proceso de reestructuración de deuda soberana tienen una naturaleza que trascienden más allá del ámbito comercial y sirven a dos políticas públicas: la salida de una crisis de *default* soberano y la reducción de la deuda

externa, políticas que benefician a todos los miembros de una sociedad. Por ende, estos fondos soberanos no deben ser objeto de medidas coercitivas, al igual que sucede con el tratamiento que reciben los bienes utilizados para el desempeño de las funciones de la diplomacia, los bienes de carácter militar, los bienes de los bancos centrales, los bienes culturales y los bienes que despiertan un interés académico, tal como se recoge en el artículo 29º de la *CJEB*.

3.3 La consagración del principio de inmunidad soberana en las reestructuraciones de la deuda soberana.

La inclusión de la inmunidad soberana como principio 6 de los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana (*PBPRDS*) constituye un gran avance para garantizar la viabilidad de estos procesos a nivel internacional, dado que refleja un consenso en la mayoría de los miembros de las Naciones Unidas en la necesidad de dotar un alto nivel protección a las reestructuraciones soberanas. Sin embargo, en el actual escenario se presentan dos graves problemas para la viabilidad de esta protección, uno de orden jurídico y el otro de orden político. El primero responde a la ausencia de un carácter vinculante o mandatorio que tiene este principio, por lo cual no existiría una obligación internacional que mande a los Estados a velar que en sus jurisdicciones no se ventilen juicios que afecten a los procesos de reestructuraciones. El segundo, que a niveles prácticos es el más grave, tiene que ver con el hecho que la adopción de los *PBPRDS* tuvo la oposición de los Estados cuyas leyes y jurisdicciones rigen los destinos de los procesos de reestructuración: Estados Unidos de América, Inglaterra, Japón, por citar algunos.

A fin de revertir la situación descrita, en aras de que se acepte de forma obligatoria la extensión del principio de inmunidad soberana a los procesos de reestructuración, y lograr minar la resistencia que presentan los países desarrollados en esta materia, es indispensable que esta figura jurídica se incluya en un tratado internacional sobre el tratamiento de la deuda soberana y que, a su vez, también sea desarrollada en una ley modelo para que los Estados la puedan adoptar en sus ordenamientos nacionales, ello sin dejar de utilizar el camino que ofrece el *soft law* para consolidar su efectividad.

3.3.1 La vía multilateral: tratado internacional.

La extensión de la inmunidad soberana a los procesos de reestructuración a través de un tratado internacional no sólo presenta como ventaja que los Estados partes en dicho acuerdo estén obligados a nivel internacional en conceder una inmunidad de jurisdicción y ejecución a las reestructuraciones soberanas respecto de cualquier acción judicial presentada por los *Holdouts* que intenten hacer inoperativos estos procesos, bajo pena de incurrir en una responsabilidad internacional, sino que puede servir de fuente para que aquellos Estados no miembros de igual forma extiendan un similar tratamiento en sus jurisdicciones internas, de manera que por esta práctica surja un derecho consuetudinario en esta materia. Incluso para contribuir a la protección de los procesos de reestructuración no es necesario que entre en vigencia el tratado, pues en muchos casos -como ha sucedido con la *CIJEB*- antes de la ratificación por el número mínimo de Estados, la sola aprobación del texto facilita a que los jueces tomen decisiones, guiados por el contenido previsto en el acuerdo internacional.

La duda que se puede presentar es si resulta conveniente que la figura de la inmunidad soberana de los procesos de reestructuración sea canalizada indefectiblemente mediante proyectos normativos similares a la SDFA o el SDRM, que tienen la ventaja de atender de manera integral todo el fenómeno de las reestructuraciones, pero como versiones de una solución regulatoria quedan entrampados en la discusión que se presenta con aquellas posiciones que optan por la solución contractual, teniendo en los hechos esta última solución mayor recepción por parte de los Estados, dado que desde el 2003 ha existido un incremento del uso de las CACs en las emisiones de bonos y las reestructuraciones presentadas.

No obstante, entendiendo que tanto por el lado de los Estados deudores como por parte de los acreedores reestructurados existe el interés de proteger los planes de reestructuración de las acciones judiciales de los *Holdouts*, la extensión de la figura de la inmunidad soberana a los procesos de reestructuración puede ir de forma paralela a cualquier proyecto de solución regulatoria, pues se presenta ante todo como una solución más práctica de orden procesal que haría inviable juicios presentados por los *Holdouts* contra las reestructuraciones, sin entrar a tallar en temas como el nuevo valor de la deuda, los mecanismos de pago a cargo de los Estados o la toma de decisiones por parte

de los acreedores. En tal sentido, la aprobación de un exclusivo tratado internacional donde sólo contemple la figura de la inmunidad soberana, sin hacer mención a los otros asuntos de una reestructuración no representaría un despropósito normativo para la actual coyuntura que exige soluciones inmediatas que atiendan las expectativas del mercado y de los acreedores.

También cabe la posibilidad que mediante un protocolo adicional a la *CIJEB* se inserte la obligación de extender esta inmunidad soberana a los procesos de reestructuración, aunque en atención al enjambre de relaciones jurídicas que se presenta en un proceso de reestructuración por los actores que participan (Estados, acreedores, agentes fiscales, *clearing houses*) se necesitaría un tratamiento específico del asunto y como tal un acuerdo internacional propio diferente a la *CIJEB*.

3.3.2 La vía unilateral: ley modelo.

La ley modelo (*model law*) es un mecanismo indirecto de regulación que “constituye una base sólida para la deseada armonización y mejora de las leyes nacionales” (UNCITRAL 2008: p. 23), y que forma parte de las actividades, entre otras entidades, de la Comisión de las Naciones Unidas para el derecho mercantil internacional - CNUDMI (UNCITRAL, por su siglas en inglés *United Nations Commission for the Unification of International Trade Law*) que es el principal órgano jurídico del sistema ONU en el ámbito del derecho mercantil internacional (UNICTRAL 2017).

Sobre la base de este reconocimiento que tiene a nivel global la CNUDMI y la aceptación que han tenido textos como la “Ley Modelo de la CNUDMI sobre Arbitraje Comercial Internacional, 1985, con enmiendas adoptadas en 2006”, adoptada por 75 Estados, y la “Ley Modelo de la CNUDMI sobre la Insolvencia Transfronteriza (1997) y Guía para su incorporación al derecho interno e interpretación (2013)”, adoptada por 43 Estados (UNICTRAL 2017), sería importante que desde este foro se formule una ley modelo sobre la inmunidad soberana de los procesos de reestructuración, que contemple las principales reglas que debe observar cualquier juez nacional al momento de evaluar la admisibilidad o procedencia de las demandas que presenten los *Holdouts* o cualquier tercero y que tengan por objeto afectar la operatividad de las reestructuraciones soberanas.

Ante la resistencia que manifiestan los países desarrollados en aprobar un tratado internacional que regule algún aspecto ligado a la deuda soberana, la vía de la ley modelo se presenta con más posibilidades para facilitar la protección de los procesos de reestructuraciones, sobre todo al verificarse que estos países se muestran más proclives a buscar desde sus propios ordenamientos las soluciones a los problemas que han ocasionado los juicios presentados por los *Holdouts*. Así, por ejemplo, además de la ley del 6 de abril de 2008, el parlamento belga mediante ley del 07 de julio de 2015 aprobó una normativa contra las actividades de los fondos buitres que promueve el reembolso justo en lugar del pago total de la deuda pública en caso de incumplimiento (Vereeck y Sourbron 2016: 19), y cuyo principal artículo establece:

Cuando un acreedor persigue una ventaja ilegítima al comprar un préstamo o deuda de un Estado, sus derechos con respecto al Estado deudor se limitan al precio que ha pagado para comprar ese préstamo o deuda. [...] La búsqueda de una ventaja ilegítima puede deducirse de la existencia de una desproporción manifiesta entre el precio de compra pagado por el acreedor y el valor nominal del préstamo o deuda, o entre el precio de compra pagado por el acreedor y las sumas que él está reclamando.

Para demostrar la ventaja ilegítima [...], la desproporción manifiesta debe complementarse con al menos uno de los siguientes criterios:

1. el Estado deudor está en una situación comprobada o inminente de insolvencia o suspensión de pagos en el momento en que se compra el préstamo o la deuda;
2. el acreedor tiene su sede en un paraíso fiscal [...]
3. el acreedor hace un uso sistemático de los procedimientos legales para obtener el reembolso del préstamo que ha comprado previamente;
4. el Estado deudor ha estado involucrado en un proceso de reestructuración de la deuda, en el que el acreedor se negó a participar;
5. el acreedor ha abusado de la posición débil del Estado deudor para negociar condiciones de reembolso manifiestamente desequilibradas;
6. El reembolso total de las sumas reclamadas por el crédito tendrá un efecto desfavorable comprobado en las finanzas públicas del Estado deudor y es susceptible de comprometer el desarrollo socioeconómico de su población (citado en Vereeck y Sourbron 2016: 19-20).

Conforme a este artículo, si un juez belga determina que un fondo actúa como un "buitre", este no puede reclamar más que el precio descontado que pagó, en lugar del valor nominal (Vereeck y Sourbron 2016: 19), lo cual aborda el problema relacionado a las acciones especulativas de los *Holdouts*, cuando adquieren la deuda soberana en el mercado secundario a un precio castigado para luego optar por el cobro del mismo por un

monto mayor vía acciones judiciales, y no concierne a la etapa posterior cuando bloquean los procesos de reestructuración como mecanismo de presión para obligar a los Estados a que paguen las deudas reconocidas en dichos juicio.

Sin embargo, a nuestro entender, lo más importante de esta disposición es que en ella se contemplan criterios que deben observar los jueces al evaluar las solicitudes de los *Holdouts*, que perfectamente son aplicables para la implementación de una protección de las reestructuraciones de deuda, a través de la figura de la inmunidad soberana, tales como: a) Estado en una fase probada o inminente de insolvencia o suspensión de pagos; b) Estado en proceso de reestructuración de la deuda, en el cual el acreedor se niega a participar; y, c) el reclamo tendrá un efecto desfavorable probado en las finanzas públicas del Estado y es susceptible de comprometer el desarrollo socioeconómico de su población.

3.3.3 La vía del soft law

Como una vía que se posiciona de forma paralela a las anteriormente descritas, y que no recurre a la fuerza de la ley sino en las normas sociales y en la aceptación del mercado para inducir el acatamiento tenemos al derecho blando o *soft law* (Guzmán y Stiglitz 2016: 8). Por este camino se sugiere una estrategia de acumulación gradual, basada en los Principios de la ONU y combinable con los avances en materia contractual (solución contractual) (Guzmán y Stiglitz 2016: 8).

A favor de esta estrategia se ubica la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés *United Nations Conference on Trade and Development*), que ha argumentado que los procedimientos para el ordenamiento de la deuda soberana deben cumplir dos objetivos: a) ayudar a prevenir la crisis financiera en países que enfrentan dificultades para cumplir sus obligaciones externas, lo que a menudo resulta en una pérdida de confianza del mercado, colapso de la moneda y aumentos drásticos de las tasas de interés, causando graves daños a los balances públicos y privados, grandes pérdidas en la producción y el empleo y un fuerte aumento de la pobreza; y, b) proporcionar mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de la deuda que ya no se puede atender de acuerdo con el contrato original. (Blankenburg y Kozul-Wright 2016: 5)

Bajo esta lógica, la UNCTAD publicó el documento denominado: Hoja de ruta y guía de la práctica de la deuda soberana que reúne gran parte del trabajo jurídico y económico que la UNCTAD desarrolló a lo largo de los años en esta área. Sobre el particular, en este documento se apela a cinco principios legales generales: legitimidad, imparcialidad, transparencia, buena fe y sostenibilidad, que proporcionan la base y el marco jurídico interpretativo para una guía paso a paso de una práctica de deuda soberana más constructiva, más justa y más eficiente, procedimiento que abarca todas las etapas desde la decisión de reestructurar a la preparación de las negociaciones, las propias negociaciones y cuestiones posteriores a la reestructuración (Blankenburg y Kozul-Wright 2016: 6-7). Los cinco principios generales del derecho para guiar la práctica de la reestructuración de la deuda soberana, tal como se detalla en la hoja de ruta, se incluyeron en los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, adoptados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en septiembre de 2015 (Blankenburg y Kozul-Wright 2016: 7).

Sobre la base de este derecho blando se impulsaría la codificación de los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, que ayudaría a enriquecer la mirada de los jueces con el cuadro completo de una reestructuración y podría mitigar el sesgo que suele inclinarlos hacia las interpretaciones cerradas de los contratos crediticios (Guzmán y Stiglitz 2016: 8). En esta línea, Guzmán y Stiglitz convienen en sugerir la necesidad de que exista una institución sede para este código que contribuiría a reforzar este *soft law*, en donde se manejaría la siguiente información: i) un registro de bonistas disidentes recalcitrantes y sus empresas matrices; ii) una base completa y navegable de información sobre reestructuraciones anteriores, incluidos los términos financieros y legales, la manera de tratar los reclamos públicos, privados, nacionales y extranjeros, así como toda presuposición subyacente que hubiera incidido en el plan de reestructuración; y, iii) un marco teórico para el análisis de la sostenibilidad de la deuda, con principios generales para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública (en conformidad con el principio de sostenibilidad enunciado por la Asamblea General de las Naciones Unidas) (Guzmán y Stiglitz 2016: 8).

De esta manera, estos autores hacen la siguiente ponderación sobre los alcances de esta institución que guiaría la codificación de los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana: Las consideraciones de la institución no serían vinculantes, pero ofrecerían a los actores involucrados (en especial, a los jueces de la jurisdicción donde se emitió la deuda) una orientación legítima sobre las prácticas razonables en los procesos de reestructuración (...) estas reformas pueden mitigar las deficiencias que conducen a los resultados ineficaces e inequitativos de las actuales reestructuraciones (Guzmán y Stiglitz 2016: 8).



CONCLUSIONES

- La experiencia de los casos *Elliott vs Perú* y *NML Capital vs Argentina* nos revela que ante las dificultades que presentan los *Holdouts* para que se reconozcan y ejecuten las sentencias favorables obtenidas a su favor en la jurisdicción de Nueva York estos recurren a otras acciones legales para quebrantar o bloquear los mecanismos de pagos de la deuda externa reestructurada de sus Estados deudores, poniendo nuevamente en riesgo de que caigan en *default* como mecanismo de presión para que se cumpla con el pago de lo ordenando en dichas sentencias, por lo que resulta indispensable que los bienes destinados al pago de la deuda externa reestructurada gocen de la inmunidad soberana que tienen otros bienes estatales, como son los bienes de los Bancos Centrales o los bienes diplomáticos, a fin de evitar el desarrollo de las acciones especulativas de los *Holdouts* que prefieren recurrir a la vía judicial para obtener el pago de sus acreencias y no a los procesos de reestructuración de deuda soberana que cuentan con el respaldo de la comunidad financiera internacional, y dar una mayor seguridad jurídica a los compromisos asumidos por los Estados en estas reestructuraciones
- La extensión de la figura de la inmunidad soberana a los procesos de reestructuración con relación a los bienes destinados al pago de la deuda externa reestructurada, que incluya la inmunidad de jurisdicción como la inmunidad de ejecución, puede ir de forma paralela a cualquier proyecto de solución regulatoria o solución de mercado para la mejora de estos procesos, pues se presenta ante todo como una solución más práctica de orden procesal que haría inviable juicios presentados por los *Holdouts* contra las reestructuraciones, sin entrar a tallar en temas como el nuevo valor de la deuda, los mecanismos de pago a cargo de los Estados o la toma de decisiones por parte de los acreedores, entre otros aspectos, que son materia de amplio debate y que pueden perjudicar la viabilidad de la propuesta, la cual puede llevarse a cabo a través de la celebración de un tratado internacional o la aprobación de una ley modelo, sin perjuicio del respaldo que se pueda dar desde el *soft law*.

- Las reestructuraciones de la deuda soberana presentan el riesgo que todo el armazón legal y económico diseñado entre los Estados y el FMI, con la anuencia de los principales acreedores privados, sobre el cual se asientan se desmorone por los alcances que tienen las sentencias emitidas desde jurisdicciones como Nueva York o Bruselas, con interpretaciones novedosas o forzadas de las cláusulas contractuales insertas en los instrumentos de la deuda soberana, que sirven a la estrategia legal de los *Holdouts* de no recurrir a los procesos de reestructuración para obtener más ventajas en el cobro de sus acreencias que los *Holdins*. A raíz de la evidencia de los efectos negativos que ha tenido, por ejemplo, la interpretación otorgada a la cláusula *pari passu*, los esfuerzos deben centrarse en garantizar que las consecuencias que puedan tener los juicios planteados por los *Holdouts* contra los Estados deben circunscribirse a dichas partes en litigio, y no extrapolarse a las relaciones jurídicas entre los sujetos soberanos y sus otros acreedores, que en las situaciones de crisis de pago llegan a aceptar la reestructuración de la deuda soberana.
- En esta medida, el principio de inmunidad soberana aplicado a las reestructuraciones de la deuda soberana se presenta como aquella figura del Derecho Internacional que, efectivamente, puede garantizar que el plano judicial invocado por los *Holdouts* para atender sus reclamos en donde prima una lógica contractual respecto de los alcances de las cláusulas insertas en los instrumentos de deuda, como los créditos sindicados y/o bonos, y en donde se prioriza los intereses individuales de los litigantes, no sobrepase o se superponga al plano de cooperación internacional que se impone en estas reestructuraciones, en donde además de velar por los intereses individuales de los acreedores se toma en cuenta los intereses públicos que los Estados salvaguardan a favor de sus poblaciones, así como aquellos intereses globales de estabilidad y eficiencia económica que la comunidad internacional persigue.

BIBLIOGRAFÍA

ARAYA, Tomás M. 2016.

"A Decade of Sovereign Debt Litigation: Lessons from the NML v Argentina Case and the Road Ahead". *Business Law International*. Londres, volumen 17, número 2, mayo, pp. 83-101.

BAKER & HOSTETLER LLP. 2000.

Informe legal del señor Cymrot, abogado de la firma de abogados Baker & Hostetler. Washington D.C. Consulta: 11 de mayo de 2017.

https://www.mef.gob.pe/contenidos/deuda_publica/documentos/caso_E_anexo1_a.pdf

BARRY Christian y Lydia TOMITOVA. 2006.

"Fairness in sovereign debt". *Social Research*, 73: 2 (Summer), pp. 1 -34.

BENEZE, Elisa. 2016.

"Stopping the Circling Vultures: Restructuring a Solution to Sovereign Debt Profiteering" *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, volume 49, pp. 245-273. Consulta: 09 de diciembre de 2016

<https://wp0.its.vanderbilt.edu/jotl/wp-content/uploads/sites/78/5.-Beneze-Final.pdf>

BENITEZ CAORSI, Juan J. 2013.

Solidaridad contractual. Noción posmoderna del contrato. México D.F.

BENITO OSMA, Benito. 2015.

"La excesiva onerosidad de las prestaciones en la contratación mercantil". En MORILLAS, María José y otros (directores). *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, pp. 1223-1238.

BLANKENBURG, Stephanie y Richard KOZUL-WRIGHT. 2016.

"Sovereign Debt Restructurings in the Contemporary Global Economy: The UNCTAD Approach". *The Yale Journal of International Law Online*, volumen 41:2, pp. 1-7.

BUCHHEIT, Lee C. 2013.

Revisiting Sovereign Bankruptcy. Revisiting Sovereign Bankruptcy. NW Washington: Committee on International Economic Policy and Reform. Consulta: 11 de mayo de 2017.
http://www.ideared.org.ar/49coloquio/descargas/informe_01.pdf

BUCHHEIT, Lee C. y G. MITU. 2002.

“Sovereign Bonds and the collective will”. *Emory Law Journal*, volume 51, fall, pp.1317-1363.

BUCHHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. 2004.

“The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”. *Emory Law Journal*. Atlanta, volume 53, special edition, pp. 869-922.

CARRERA, F. Jesús. 2006

“La inmunidad de ejecución de los Estados en la Convención de Naciones Unidas sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes”. *Revista Española de Derecho Internacional*, volumen 58, número 2 (julio-diciembre 2006), pp. 711-736.

CASELLA, Daniel. 2013.

“La inmunidad soberana y el embargo de un buque de guerra: el caso del A. R. A. Libertad”. *Revista Colombiana de Derecho Internacional*. Bogotá, número 23, julio – diciembre (2013), pp. 17-52. Consulta: 11 de mayo de 2017.
<http://www.scielo.org.co/pdf/ilrdi/n23/n23a02.pdf>

CCOPA ALMERCOS, Sara. 2004.

El Dominio Público, su Desafectación. Tesis de magister en Derecho con mención en Derecho Civil. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Escuela de Graduados.

CHEMERINSKY, Ervin. 2001.

“Against Sovereign Immunity”. *Stanford Law Review*, volume 53, pp. 1201-1224. Consulta: 11 de mayo de 2017.
https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1685&context=faculty_scholarship

CHODOS, Sergio. 2016.

"From the Pari Passu Discussion to the "Illegality" of Making Payments. The case of Argentina". En GUZMAN, Martin, OCAMPO José Antonio y Joseph E. STIGLITZ (editores). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Nueva York: Columbia University Press, pp. 77-83.

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP. 2015.

Memorandum of law of the Republic of Argentina in opposition to motions by 526 plaintiffs in 37 actions seeking partial summary judgment. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.embassyofargentina.us/fil/ckFiles/files/republic-opp-pdfa.pdf>

COHEN, Robert A. 2011.

"Sometimes a Cigar is Just a Cigar": The Simple Story of Pari Passu". *Hofstra Law Review*. Hempstead, New York, volume 40: issue 1, article 3, pp. 11-23. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2647&context=hlr>

COMISIÓN DE DERECHO INTERNACIONAL. 1985.

"Inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes". *Anuario de la Comisión de Derecho Internacional*. Nueva York, volumen 2, primera parte, pp. 21-49. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://legal.un.org/ilc/publications/yearbooks/spanish/ilc_1985_v2_p1.pdf

CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA. 2005.

Ley N° 26.017. Disposiciones adicionales a las que quedarán sujetos los bonos del Estado Nacional que resultan elegibles para el canje establecido en el Decreto N° 1735/2004 y que no hubiesen sido presentados al canje dispuesto por el mencionado decreto. Ratifícase el Decreto N° 1733/2004. Buenos Aires, 10 de febrero.

CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA. 2009.

Ley N° 26.547. Reestructuración de los Títulos Públicos elegibles para el canje. Suspéndese la vigencia de los artículos 2°, 3° y 4° de la Ley N° 26.017. Buenos Aires, 9 de diciembre.

CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA. 2014.

Ley N° 26.984. Pago Soberano. Reestructuración de Deuda. Buenos Aires, 11 de setiembre.

CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA. 1973.

Caso relativo a la jurisdicción en materia de pesquerías (Reino Unido c. Islandia)
Competencia de la Corte: 02 de febrero de 1973.

CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA. 2012.

Inmunidades Jurisdiccionales del Estado (Alemania c. Italia; Grecia interviniente) Decisión sobre el Fondo: 03 de febrero de 2012.

COTO, Alejandro E. y Nicolás MONCAUT. 2015.

“La cláusula *pari passu* a la luz del caso ‘NML Capital, Ltd. C. República Argentina’”. *En Letra*. Buenos Aires, año II, número 3, tomo II, pp. 47-92. Consulta: 11 de mayo de 2017.
http://docs.wixstatic.com/ugd/05acff_c2c4e5daf053422f9874b90d5a15751c.pdf

COUR DE CASSATION - PREMIÈRE CHAMBRE CIVILE. 2011.

Arrêt n° 867 (09-72.057). Sentencia: 28 de setiembre de 2011. Consulta: 11 de mayo de 2017.

https://www.courdecassation.fr/jurisprudence_2/premiere_chambre_civile_568/867_28_21103.html

DAS, Udaibir y otros. 2012.

Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts (IMF Working Paper - WP/12/203). Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>

DECHERT LLP. 2015.

Memorandum of law in support of the motion by NML Capital, Ltd. for specific performance. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.shearman.com/~/media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2015/Arg250-081915-14cv8601--Doc-26--Memo-of-Law-in-Support.pdf>

DE LOS MOZOS, José Luis. 1993.

"La revisión contractual por alteración de las circunstancias en la doctrina y en la jurisprudencia española a la luz de los principios generales del Derecho contractual". En ANDRÉS GUTIERREZ, Domingo Javier y Sandro SCHIPANI (editores). *Debito Internazionale principi generali del diritto. Corte Internazionale di Giustizia*. Roma: Librerías Editrice Vaticana y Lateranense. pp. 1-398.

DONOHO, Justin. 2009

"Minimalist Interpretation of the Jurisdictional Immunities Convention". *Chicago Journal of International Law*. Chicago, volume 9 number 2 article 12, pp. 661-684.

EICHENGREEN, Barry. 2003.

"Restructuring Sovereign Debt". *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh, volume 17, number 4, Fall, pp. 75–98.

EMBAJADA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. 2017.

Cronología. Consulta: 11 de mayo de 2017.

www.embassyofargentina.us/imprimir.html?id=230&tb=secciones

ESCOBAR, Freddy. 2011.

"El caso Elliott y el dilema de la cláusula pari passu en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico". En *Ius et Veritas*. Lima, número 42, pp. 108-130.

FOWLER, Michael y Julie BUNCK. 1995.

Law, power and the sovereign state. The Evolution and Application of the Concept of Sovereignty. Pennsylvania: The Pennsylvania State University Press.

FINNIS, John. 2000.

Ley Natural y Derechos Naturales. Trad. ORREGO, Cristóbal. Buenos Aires: Abeledo Perrot.

FIRST CIVIL LAW COURT OF THE SWISS FEDERAL TRIBUNAL (LAUSANNE). 2013.

Judgment of October 29, 2013. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.swissarbitrationdecisions.com/narrow-interpretation-rule-pacta-sunt-servanda>

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. 2014

Estadística de la deuda externa. Guía para compiladores y usuarios. Washington, D.C.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. 2014.

Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring. Washington, D.C. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL y BANCO MUNDIAL. 2014.

Revised Guidelines for Public Debt Management. Washington, D.C. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf>

FUNDACIÓN PUEBLOS DEL SUR. 2015.

Informe sobre deuda pública argentina. Estado de situación actual y debates respecto a la causa con los denominados "Fondos Buitres". Rosario, Santa Fe. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://pueblosdelsur.org/wp-content/uploads/2015/11/Informe-Deuda-Publica-Argentina-2015-FPS.pdf>

GARCIA AMIGO, Manuel. 2005.

Idea del contrato: cincuenta años después (consideraciones previas a una definición del contrato). *Foro, Nueva época*, número 2, pp. 11-45.

GARRIDO GÓMEZ, Isabel. 2011.

"Lo que queda del principio clásico pacta sunt servanda". *Derecho y Cambio Social*, año 8, número 25, pp. 1-8.

GOLDMANN, Matthias. 2013.

"Good Faith and Transparency in Sovereign Debt Workouts". *UNCTAD. Debt Workout Mechanism Framing Paper*, 2, September, pp. 1-26. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2014misc3_en.pdf

GÓMEZ JENE, Miguel. 2011

"Inmunidad y transacciones mercantiles internacionales". *Cuadernos de Derecho Transnacional*. Madrid, 2011-marzo, volumen 3, número 1, pp. 155-178. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://hosting01.uc3m.es/Erevistas/index.php/CDT/article/view/1072/0>

GRAY, Robert B. 2003.

"Remarks". En GELPERN, Anna (autora). *Sovereign debt crisis: creditor's rights vs. development. Beyond balancing the interests of creditors and developing states*. Rutgers School of Law-Newark Research Papers. Newark, número 18, pp. 221-229. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://ssrn.com/abstract=885982>

GRUSON, Michael. 2004.

"Restructuring syndicated loans: the effect of restructuring negotiations on the rights of the parties to the loan agreement". *International Law. Revista Colombiana de Derecho Internacional*. Bogotá, volumen 2, número 3, pp. 321-342. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/internationallaw/article/view/14138/11394>

GULATI, G. Mitu y Kenneth N. KLEE. 2001.

"Sovereign Piracy". *The Business Lawyer*. Chicago, volumen 56, febrero, pp. 635-651. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2070&context=faculty_scholarship

GULATI, Mitu y George G. TRIANTIS. 2007.

"Contracts without law: sovereign versus corporate debt". *University of Cincinnati Law Review*. Cincinnati, número 75, pp. 977-1004

GUZMÁN, Martin. 2016

"Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos". *Revista Jurídica*. Puerto Rico, Revista 85, número 3, pp. 611-627.

GUZMÁN, Martín y Joseph E. STIGLITZ. 2016.

“Un mecanismo de «derecho blando» para la reestructuración de la deuda soberana. Basado en los Principios de la ONU”. *Análisis de Política Internacional*, pp. 1-12.

HÄSELER, Sönke. 2011.

Collective action clauses in sovereign bonds. Munich Personal RePEc Archive (MPRA). Munich, paper 35333, pp. 1-9. Consulta: 11 de mayo de 2017.
https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35333/1/MPRA_paper_35333.pdf

HERNÁNDEZ FRAGA, Katuska y Danay GUERRA COSME. 2012.

“El principio de autonomía de la voluntad contractual civil. Sus límites y limitaciones.” *Revista Jurídica de Investigación e Innovación Educativa*, número 6, junio, pp. 27-46.

HERZ, Mariana. 2005.

“La nueva Convención de Naciones Unidas sobre inmunidad de jurisdicción de los Estados y sus bienes. Su compatibilidad con el régimen argentino”. *Revista Electrónica de Estudios Internacionales*. Número 10, diciembre, pp. 1-21.

HIGH COURT OF JUSTICE CHANCERY DIVISION. 2015.

Knighthood Master Fund LP, RGY Investments LLC, Quantum Partners LP y Hayman Capital Master Fund LP v. The Bank of New York Mellon The Bank of New York Depository (Nominees) Limited. Case No: HC-2014-000704. Sentencia: 13 de febrero de 2015. Consulta: 11 de mayo de 2017.
<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2015/Arg204-021315-Knighthood-Master-Fund--Others-v-BNY--Ors.pdf>

ICMA. 2014.

Press release. News from the International Capital Market Association (ICMA). ICMA publishes revised collective action clauses (CACs) and a new standard pari passu clause to facilitate future sovereign debt restructuring. Friday, 29 August 2014. Consulta: 02 de febrero de 2018.

<https://es.scribd.com/document/238108614/Comunicado-Del-ICMA>

INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION. 2016

Sovereign Bankruptcy Study Group. Johannesburgo, pp. 1-21.

KOCH, Elmar B. 2004.

Collective action clauses – the way forward. Bank for International Settlements, pp.1-19.

Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.zerohedge.com/sites/default/files/images/user5/imageroot/2012/01/Collective%20Action%20Clauses%20-%20Elmar%20Koch.pdf>

KRUEGER, Anne O. 2002.

A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. Washington, D.C.: IMF.

KUPELIAN, Romina y Maria Sol RIVAS. 2014.

“Fondos buitres el juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial”. CEFIDAR - Documento de Trabajo N° 49 – Febrero 2014, pp. 1-109. Consulta: 02 de febrero de 2018.

<http://www.iade.org.ar/system/files/dt49.pdf>

LAMARQUE, Cécile y Renaud VIVIEN. 2011.

Suspending public debt repayments by legal means. Committee for the Abolition of Illegitimate Debt (CADTM), pp. 1-9.

Consulta : 05 de febrero de 2018.

http://www.cadtm.org/IMG/pdf/Comment_suspendre_paiements_sur_base_legale_EN.pdf

LÓPEZ JIMÉNEZ, José. 2015.

“El "impago selectivo" de deuda pública argentina de 2014: los soberanos no son lo que eran”. *Documento de Opinión (Instituto Español de Estudios Estratégicos)*. Madrid, número 11, pp. 1-14. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs_opinion/2015/DIEEEO11-2015_CrisisDeudaArgentina_J.MJimenezLopez.pdf

LOPEZ SANDOVAL, Eduardo. 2002.

Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott? Cambridge: Harvard Law School, pp. 1-68. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://es.scribd.com/document/248641519/Sovereign-Debt-Restructuring-Should-we-be-worried-about-Elliott>

MARTÍN MARÍN, José Luis y Cecilia TÉLLEZ VALLE. 2011.

"Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos". *Revista de Contabilidad y Dirección*. Sevilla, volumen 12, pp. 73-94.

MCMENAMIN, Matthew. 2013.

"State immunity before the International Court of Justice: Jurisdictional Immunities of the State (Germany V Italy)". *Victoria University of Wellington Law Review*, may, volume 44, issue, pp. 189-121. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.victoria.ac.nz/law/research/publications/vuwlr/prev-issues/volume-44,-issue-1/McMenamin.pdf>

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS – REPÚBLICA DEL PERÚ. 2000.

Informe Final. Juicio seguido por Elliott Associates LLP contra la República del Perú y el Banco de la Nación por pago de deuda pública externa. Lima.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS – REPÚBLICA DEL PERÚ. 2000.

Informe final - Acuerdo con Elliott Associates LLP. Lima, pp. 1-7.

MINISTERIO DE FINANZAS. PRESIDENCIA DE LA NACIÓN - REPÚBLICA ARGENTINA. 2016.

Argentina presenta formalmente su oferta a los holdouts para poner fin a los litigios en Nueva York. Consulta: 02 de febrero de 2018.

<https://www.minfinanzas.gob.ar/argentina-presenta-formalmente-su-oferta-a-los-holdouts-para-poner-fin-a-los-litigios-en-nueva-york-2/>

MINISTERIO DE FINANZAS. PRESIDENCIA DE LA NACIÓN - REPÚBLICA ARGENTINA. 2016.

Propuesta de *Settlement*. Consulta: 02 de febrero de 2018.

<https://www.minfinanzas.gob.ar/wp-content/uploads/2016/02/749772417-Propuesta-de-Settlement-Febrero-5-2016.pdf>

MONTALVO ABIOL, Juan Carlos. 2011.

“Interés general y administración contemporánea”. *Revista de Filosofía, Derecho y Política*, número 14, julio, pp. 129-149.

MONTEAGUDO, Manuel. 2010.

“Peru’s experience in sovereign debt management and litigation: some lessons for the legal approach to sovereign indebtedness”. *Law and Contemporary Problems*. Durham, Carolina del Norte, volumen 73, número 4 (fall), pp. 201-2014.

NEGRO, Dante. 2012.

“La inmunidad jurisdiccional de los Estados: El caso Alemania contra Italia – Corte Internacional de Justicia (2012)”. *Agenda Internacional*. Lima, año XIX, número 30, pp. 243-262.

NOVAK TALAVERA, Fabián. 2000.

“Aspectos jurídicos de la demarcación de la frontera entre el Perú y el Ecuador”. En NAMIHAS, Sandra (editora). *El Proceso de Conversaciones para la Solución del Diferendo Peruano - Ecuatoriano 1995 -1998*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, pp. 147-195.

ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS. 2014.

Resolución N° 68/304. Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana. Nueva York: Asamblea General de las Naciones Unidas.

ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS. 2015.

Resolución N° 69/319. Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana. Nueva York: Asamblea General de las Naciones Unidas.

ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS - COMITÉ ASESOR DEL CONSEJO DE DERECHOS HUMANOS. 2016.

Informe del Comité Asesor del Consejo de Derechos Humanos sobre las actividades de los fondos buitres y sus repercusiones en los derechos humanos (A/HRC/33/54). Nueva York. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/G16/160/68/PDF/G1616068.pdf?OpenElement>

PANIZZA, Ugo y otros. 2009.

"The Economics and Law of Sovereign Debt and Default". *Journal of Economic Literature*. Pittsburgh, volume, XLVII, September, pp. 651-698.

PANIZZA, Ugo y otros. 2010.

"International Government Debt". *United Nations Conference on Trade and Development - Discussion Papers*. Número 199, junio. Consulta: 01 de febrero de 2018.
<http://debt-and-finance.unctad.org/Documents/Discussion-papers/International-Government-Debt-PANIZZA-STURZENEGGER-ZETTELMEYER-2010.pdf>

PAREJO, Alfonso. 1983.

"Dominio Público. Un Ensayo de Reconstrucción de su Teoría". *Revista de Administración Pública*, número 100-102, volumen III.

PASILIAO, Raymond G. 2009.

"Making Poverty History: A Human Rights Law Approach to External Debt". *SSRN*. 2009- octubre, pp. 1-30. Consulta: 05 de febrero de 2018.
<https://ssrn.com/abstract=1497010>

PAULUS, Christoph G. "'Odious Debts' vs. Debt Trap: A Realistic Help?" *Brooklyn Journal of International Law*. 2005, volumen 31, issue 1, pp. 83-102. Consulta: 05 de febrero de 2018.

PŁÓKARZ, Rafał y Anna SZELAĞOWSKA. 2013.

Securitization of the Polish sovereign debt in the international markets. Katowice: Studia Ekonomiczne - University of Economics in Katowice.

PROCURACIÓN DEL TESORO DE LA NACIÓN. 2016.

Dictamen: acciones judiciales que pudieran plantear los tenedores de bonos argentinos que participaron de las reestructuraciones de deuda de los años 2005 y 2010 ("holdings"),

así como aquellos tenedores de bonos argentinos que optaron por no participar (“holdouts”). Buenos Aires. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.cgpyr.org.ar/upload/areas/cdbd2df5218f2b64272bbd2622d84803.pdf>

RANIERI, Agustina. 2015.

“Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada”. *Pensar en derecho*. Buenos Aires, año 4, número 6 (agosto), pp. 245-304.

REINHART Carmen y Kenneth ROGOFF. 2008

“This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”. *National Bureau of Economic Research - Working Paper Series*. Cambridge, 2008-marzo, número 13882, pp. 1-123.

RYNGAERT, Cedric. 2013.

“Embassy Bank Accounts and State Immunity from Execution: Doing Justice to the Financial Interests of Creditors”. *Leiden Journal of International Law*. Volume 26, Issue 01, March, pp 73 - 88.

REPÚBLICA ARGENTINA. 2014.

Corte Internacional de Justicia - Demanda de institución de procedimientos presentada ante la Secretaría de la Corte el 7 de agosto de 2014 - Disputa concerniente a las decisiones de la justicia de los Estados Unidos de América relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana argentina (Argentina v. Estados Unidos de América). Consulta: 11 de mayo de 2017.

https://www.mrecic.gov.ar/userfiles/demanda_version_final_esp-1.pdf

REPÚBLICA ARGENTINA y BANKERS TRUST COMPANY. 1994.

Fiscal Agency Agreement between the Republic of Argentina and Bankers Trust Company, Fiscal Agent. 19 de octubre de 1994.

ROSSI, Julieta. 2016.

“Sovereign Debt Restructuring, National Development and Human Rights”. *Sur - Revista Internacional de Derechos Humanos*. Sao Paulo, 2016, volumen 13, número 23, pp. 185-196. Consulta: 11 de mayo de 2017.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2838329

RYAN, Molly. 2014.

Sovereign Bankruptcy: Why Now and Why Not in the IMF. *Fordham Law Review*. Nueva York, volume 82, issue 5, pp. 2473-2520. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol82/iss5/17>

SACHS, Jeffrey. 1995.

"Do We Need an International Lender of Last Resort". *Frank D. Graham Lecture*. Princeton University. Nueva Jersey, 20 de abril. Consulta: 11 de mayo de 2017.
<http://www.earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/pubs/intllr.pdf>

SALDAÑA PÉREZ, Juan Manuel. 2010.

"Deuda pública externa". *Revista de la Facultad de Derecho de México*. México D.F., número 253, pp. 243-270.

SAMPLES, Tim R.

"Rogue Trends in Sovereign Debt: Argentina, Vulture Funds, and Pari Passu Under New York Law". *Northwestern Journal of International Law & Business*. Illinois, volume 35, issue 1, fall, pp. 49-86.

STEFANESCU, Catalin. 2016.

"Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts and Their Effect on Spreads at Issuance". Manuscrito presentado en el *20 EFMA Annual Meetings*. European Financial Management Association. Basilea, 15 de enero. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2016-Switzerland/papers/EFMA2016_0442_fullpaper.pdf

STEWART, David P. 2011.

"The Immunity of State Officials Under the UN Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property". *Vanderbilt Journal of Transnational Law*. Tennessee, volume 44, número 4, octubre, pp. 1047-1071.

SUPREME COURT, SPECIAL TERM, NEW YORK COUNTY. 1985.

128 Misc.2d 564 (1985) *Credit Francais International, S. A., Plaintiff, v. Sociedad Financiera De Comercio, C. A., Defendant*. Sentencia: 14 de Mayo de 1985. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://www.leagle.com/decision/1985692128Misc2d564_1582/CREDIT%20FRANCAIS%20v.%20SOCIEDAD

TODD, Alexandria L. 2015.

"Defaulting the Purpose: The Future of Foreign Sovereign Debt Restructuring in the Wake of Argentina's Debt Crisis". *Brooklyn Law Review*. Nueva York, volume 81, issue 1, pp. 269-300. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1447&context=blr>

TRIBUNAL INTERNACIONAL DEL DERECHO DEL MAR. 2012.

Caso de la "ARA Libertad" (Argentina C. Ghana) - Solicitud de prescripción de medidas provisionales. Sentencia: 15 de diciembre de 2012. Consulta: 11 de mayo de 2017.

[http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/44069/Tribunal_Internacional_del_Derecho_Del_Mar-_Caso_de_la_Fragata_ARA_Libertad__24_p._.%20Ghana\).pdf?sequence=11](http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/44069/Tribunal_Internacional_del_Derecho_Del_Mar-_Caso_de_la_Fragata_ARA_Libertad__24_p._.%20Ghana).pdf?sequence=11)

TUNINETTI, Amanda. 2016.

"Limiting the Scope of the Foreign Sovereign Immunities Act After Zivotofsky II". *Harvard International Law Journal*. Cambridge (Massachusetts), 2016-invierno, volumen 57, número 1, pp. 215-251. Consulta: 11 de mayo de 2017.

http://www.harvardilj.org/wp-content/uploads/Vol-57-1_Tuninetti.pdf

UGARTECHE, Oscar y Alberto ACOSTA. 2003.

"A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana (TIADS). Una propuesta global para un problema global". Material del seminario internacional *América latina y Caribe: Salir del impasse de la deuda y el ajuste*. Bruselas: CATDM. Consulta: 11 de mayo de 2017.

www.cadtm.org/IMG/rtf/AcostayUgartecheTIADS_CADTMBruselas_.rtf

UGARTECHE, Oscar y Alberto ACOSTA. 2010.

“Frente a la tragedia griega: Repensando una propuesta global para un problema global”.
En *América Latina en movimiento online*. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.alainet.org/es/active/38038>

UNCITRAL. 2008.

Explanatory Note by the UNCITRAL secretariat on the 1985 Model Law on International Commercial Arbitration as amended in 2006. Viena. Consulta: 11 de mayo de 2017.

https://www.uncitral.org/pdf/english/texts/arbitration/ml-arb/07-86998_Ebook.pdf

UNCITRAL. 2017.

UNCITRAL Texts and Status. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.uncitral.org/uncitral/en/index.html>

UNCITRAL. 2017.

About UNCITRAL. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.uncitral.org/uncitral/en/index.html>

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. 2012.

NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina / 10-4450-cv(L). Sentencia: 30 de marzo de 2012. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://cases.justia.com/federal/appellate-courts/ca2/10-4450/10-4450-2012-03-30.pdf?ts=1410918199>

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK.
1998.

Elliott Associates, LP., contra la República del Perú, y Elliott Associates, LP., contra Banco de la Nación. Acción civil 96-7917/ Acción civil 96-7916. Sentencia: 06 de agosto de 1998.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK.
2011.

NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina / Case 1:08-cv-06978-TPG. Sentencia: 07 de diciembre de 2011. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://blogs.reuters.com/felix-salmon/files/2012/04/2011-12-07-Equal-Treatment-Liability-Order.pdf>

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK.
2016.

Mohammad Ladjevardian, et al. v. The Republic of Argentina - Michelle Colella y Denise Dussault vs The Republic of Argentina / Case 1:04-cv-02710-TPG. Sentencia: 26 de mayo de 2016. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.shearman.com/~/media/files/services/argentine-sovereign-debt/2016/arg-427-05272016-5-26-16-06cv3276-63.pdf>

VAL, Maria Emilia. 2017.

"El accionar de los "fondos buitres": una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina". *Relaciones Internacionales*. Buenos Aires, número 52, pp. 163-180.

VALENTE, Dena. 2010.

Enforcing Promises. Consideration and Intention in the Law Contract. Disertación para obtener el grado de Bachiller en Leyes (Honores). Universidad de Chicago. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://www.otago.ac.nz/law/research/journals/otago036314.pdf>

VEREECK, Lode y Leentje Ann SOURBRON. 2016.

"To Pay or Not To Pay? An Economic Analysis of the Belgian Law Against Vulture Funds". Ponencia presentada en la *Conferencia Anual en Derecho & Economía*. Buenos Aires, 07 de setiembre. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<http://hdl.handle.net/1942/23534>

WAUTELET, Patrick. 2011.

"Vulture funds, creditors and sovereign debtors: how to find a balance?". En AUDIT, Mathias. (editor). *Insolvabilité des États et Dettes Souveraines*. Paris: L.G.D.J., pp. 1-56. Consulta: 11 de mayo de 2017.

<https://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/87549/1/Vulture%20funds%20and%20sovereign%20debtors%20Wautelet.pdf>