

---

## LA CLÁUSULA *PARI PASSU* A LA LUZ DEL CASO “NML CAPITAL, LTD. C. REPÚBLICA ARGENTINA”

Alejandro E. COTO\* y Nicolás MONCAUT\*\*

---

Fecha de recepción: 29 de diciembre de 2015

Fecha de aprobación: 6 de febrero de 2015

### Resumen

En el marco del Plan Brady, la República Argentina celebró en 1994 un contrato (*Fiscal Agency Agreement*) para emitir bonos de deuda externa. Tras el default del año 2001, la Argentina inició un proceso de reestructuración de su deuda externa en 2004/5 y otro en 2010. A pesar de que sus ofertas lograron la aceptación de los bonistas acreedores de más del 90% de la deuda, un conjunto de acreedores decidieron no canjear sus bonos (*holdouts*) y reclamar el pago total de sus créditos ante la justicia de Nueva York. En el trámite de estos juicios, uno de ellos (NML Capital, Ltd.) exigió el cumplimiento literal de la cláusula *pari passu* del *Fiscal Agency Agreement* para suspender el pago de la deuda externa reestructurada. Y lo logró.

Este artículo aborda las distintas interpretaciones de esta cláusula *pari passu*, inclusive la que hiciera el juez Thomas Poole Griesa en el caso se que coronara como el “Juicio del Siglo” en materia de reestructuración de deuda soberana.

---

\* Abogado por la Universidad de Buenos Aires (Argentina). Agente de la Propiedad Industrial. Becario de Investigación de la Facultad de Derecho (UBA) en el Proyecto DeCyT “La habilitación constitucional de la supranacionalidad y la experiencia del MERCOSUR” (DCT1405). Ex director, subdirector, redactor y tutor de *Lecciones y Ensayos* (FD - UBA). Correo electrónico de contacto: alexandroscoto@gmail.com.

A mis padres y mi abuela, sin los cuales nada de lo que hago sería posible.

\*\* Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires (Argentina). Docente de Desarrollo Económico y de Estadística en la Universidad de Buenos Aires.

Agradezco a quienes me enseñaron a aprender y me ayudan a avanzar (Mariela Martino, Patricia D’Amico y Sergio Moncaut). Correo electrónico de contacto: nmoncaut@gmail.com.

## Palabras clave

Deuda soberana – cláusula *pari passu* – *ratable payment* – cláusula *Rights Upon Future Offers*

## THE *PARI PASSU* CLAUSE IN LIGHT OF THE *NML CAPITAL, LTD. V. THE REPUBLIC OF ARGENTINA* CASE

### Abstract

In the context of The Brady Plan, the Argentine Republic executed in 1994 a Fiscal Agency Agreement contract for the issuance of external indebtedness bonds. Following its default in year 2001, Argentina began a external debt restructuring process in 2004/5 and another in 2010. Although its offers achieved a bondholder acceptance rate superior to the 90% of its total external debt, a group of creditors decided to hold out and demanded the full payment of its credits before the justice of New York. In the proceeding of its suits, one of the holdouts (NML Capital, Ltd.) required for the special and literal performance of the *pari passu* clause of the Fiscal Agency Agreement in order to suspend the payment of the restructured external debt — and accomplished its goal.

This article analyzes different interpretations of the *pari passu* clause, including the one performed by the judge Thomas Poole Griesa in the case that was crowned as the Trial of the Century in sovereign debt restructurings.

### Keywords

Sovereign debt – *pari passu clause* – *ratable payment* – *Rights Upon Future Offers* clause

### I. Proemio

Previo a comenzar con el desarrollo del presente artículo, los autores decidimos dedicar unas breves palabras para explicar algunas de sus particularidades.

La primera de ellas es la más evidente: su extensión. Mucho hemos leído y escuchado en los distintos medios de comunicación sobre la cuestión de los denominados *fondos buitres* durante 2014. Allí han dado su testimonio montones de comunicadores y funcionarios públicos (tanto presentes como pasados) que, en vez de aclarar los hechos, han

contribuido en oscurecer de la escena. Así, la propaganda comunicacional ha convencido a la ciudadanía de que la cuestión de los *holdouts* es demasiado profunda para su entendimiento. Uno de los objetivos de este artículo es atacar el manto mágico y misterioso con el que se esconde a este problema nacional para evidenciar la diferencia que existe entre lo complejo y lo profundo. Para ello, aprovechamos la generosidad de En Letra —donde el tiempo no es tan tirano como en los medios de comunicación— para hacer un abordaje serio y extendido.

Ahora bien, la segunda aclaración corresponde a nuestra decisión de utilizar una gran cantidad de términos y citas en inglés. En algunos casos, tales términos carecen de una traducción precisa al castellano por pertenecer a un universo diferente (el *common law*). En otros, se trata de tecnicismos y se ha priorizado mantener el uso corriente que éstos tienen en la jerga económico-financiera o bursátil. Las extensas citas en idioma original tienen por propósito poner al lector en contacto directo con la fuente, en prescindencia de aquellos intermediarios que tanto han contribuido al (mal)entendimiento de la cuestión por el público en general. Para todo esto, aprovechamos la amplia difusión que tiene la lengua inglesa en nuestro país.

En tercer lugar, manifestamos que no desconocen el trasfondo político que subyace a este tipo de cuestiones más allá de las fundamentaciones, las cuales sabemos presentes en este caso. Sin embargo, y más allá de los manejos, estamos convencidos de que los argumentos y resoluciones deben ser valorados de una manera técnicamente rigurosa, conforme el Derecho, a fin de determinar su justicia o corrección. De todas maneras, intentamos ser neutros en su exposición, puesto que no es nuestro propósito demostrar tesis alguna sino facilitar las herramientas básicas para que ustedes puedan esbozar un juicio *propio*.

## II. Introducción.

Hasta finales de la década de 1960, la deuda externa (pública y privada) argentina era baja y estable (menos de USD 4.000 millones). Sin embargo, a partir de 1973 esta situación comenzó a cambiar. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) junto a Egipto, Siria y Túnez decidieron conjuntamente limitar la oferta a los países que apoyaron a Israel durante la Guerra de Yom Kippur. A su vez intensificaron la tendencia creciente del precio del combustible que había iniciado a principios de la década de 1970, en ejercicio de su poder de mercado y en un contexto de demanda internacional creciente.

El shock petrolero generó inflación en las principales economías importadoras del *commodity*, tales como Estados Unidos de América (en adelante, "EUA") y Europa occidental. Los países afectados recurrieron a planes de austeridad para combatir el crecimiento de los precios, induciendo recesiones sin grandes éxitos en el control de la inflación (*stagflation*).

Por su parte, los países productores de petróleo percibieron ganancias excedentes (petrodólares), que, al no ser demandadas por sus economías locales, fueron volcadas al sistema financiero internacional. Esto favoreció la facilidad de acceso al crédito a países en desarrollo. Así también ocurrió con las divisas acumuladas por las empresas de los países desarrollados, que encontraron más rentables las inversiones financieras que las productivas en el contexto recesivo. Otro factor que contribuyó al incremento de la liquidez internacional fue la variación del tipo de cambio de las principales monedas tras el fin de la paridad del dólar con el oro, lo cual implicó un incremento de las reservas mundiales que se colocaron en el circuito financiero (SCHVARZER, 1983).

En aquel momento, Argentina comenzaba un proceso de apertura económica que en 1977 devino hacia una reforma financiera liberal —v.gr. a través de la ley 21.382, el Estado dejó en manos del sector privado el control sobre el sector bancario—. Entre 1978 y 1980 se relajaron los controles cambiarios a las operaciones privadas por cuenta de capital. Este proceso también fue seguido por los gobiernos militares de Chile y Uruguay en el marco de los "experimentos neoliberales de América Latina", con los que pretendían responder al estancamiento, sus desajustes macroeconómicos (déficit fiscal y externo, inflación y desabastecimiento de bienes y servicios) y sus crisis políticas (FOXLEY, 1988).

De esta manera, el contexto internacional se conjugó con los factores locales propicios para el crecimiento acelerado de la deuda externa nacional. En consecuencia, ésta pasó de USD 8.000 millones a USD 45.000 millones (aprox.) entre 1975 y 1983. Cabe mencionar que este endeudamiento no sirvió para el desarrollo productivo sino que el 44% de las divisas ingresadas se fugaron, el 33% se utilizó para pago de intereses, y el resto para importaciones no declaradas (se estima que en concepto de armamentos) (BANCO MUNDIAL, 1984: 17—9).

Los efectos negativos de la apertura financiera y el endeudamiento acelerado ocurrido entre 1977 y 1982 conocieron tras la puesta en marcha de la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal de EUA a partir de 1979. Ésta consistió en un incremento significativo de su tasa de interés con el objetivo de subsanar sus desequilibrios

macroeconómicos. Como resultado, se desató una fuga masiva de capitales desde los países que anteriormente habían recibido los “petrodólares” (v.gr. Argentina) hacia EUA, lo que provocó crisis cambiarias y financieras, devaluaciones y *defaults*. A partir de entonces comenzó un largo período de acceso limitado al crédito internacional que se prolongó hasta 1990. Sin embargo, la deuda externa siguió creciendo debido a la acumulación de intereses por la deuda impaga (en promedio, durante la primera mitad de la década de 1980 los servicios de deuda anuales representaban más del 55% de las exportaciones argentinas) (RODRÍGUEZ, 1986).

Entre 1981 y 1982, el Estado Nacional, presionado por los bancos acreedores, absorbió una parte significativa de la deuda externa privada vencida (*defaulteada*) a través de los seguros de cambio, incrementando considerablemente la participación del sector público en la deuda total y sin lograr quita de deuda alguna. El Estado Nacional le cambió al sector privado deuda en moneda extranjera por títulos denominados en pesos, lo cual en un contexto inflacionario implicó una nacionalización de la deuda (KULFAS y SCHORR, 2003). De esta manera, el sector privado recibió dólares (en el momento del endeudamiento) que más tarde fugó (netamente no estaba endeudado porque los dólares no se gastaron, sino que se colocaron en bancos del exterior), y se los pagó en pesos al Estado argentino luego de fuertes pérdidas del poder adquisitivo de la moneda local (se licuó la deuda del sector privado). En consecuencia, el Estado se convirtió en el nuevo deudor de los prestamistas internacionales, quienes se beneficiaron (y siguieron beneficiándose) con el cobro de intereses.

En la década de los noventa se inició una nueva etapa de apertura financiera y endeudamiento acelerado (en un nuevo contexto de liquidez externa) que partió de una deuda de 60.000 millones de dólares en 1991 y terminó en 150.000 millones en 1999 (CALCAGNO y CALCAGNO, 2000). Particularmente, esta segunda fase comenzó a partir del Plan Brady (1989) con el cual se logró una quita (insignificante) de la deuda externa y se reconoció (mediante títulos denominados en moneda extranjera) la deuda heredada de la gestión macroeconómica de la última dictadura militar y los intereses desde su *default* (DAMILL, FRENKEL y RAPETTI, 2005). Es muy importante señalar que en el marco de este plan la República Argentina celebró el *Fiscal Agency Agreement* con el Bankers Trust Company en 1994, el cual ocupará un lugar central en el desarrollo de este artículo.

En este caso, los incentivos de los acreedores para prestar las divisas no se basaban en las expectativas de devaluación y fuga de capitales (como en el caso previo) sino en una rentabilidad garantizada por la Ley de Convertibilidad (las tasas de interés eran más altas

que en EUA), el negocio que ofrecían las privatizaciones y la diversificación del riesgo de los fondos mutuos y de pensiones de EUA (CALCAGNO y CALCAGNO, 2000). A estos incentivos cabría agregar otro que veremos con mayor relevancia posteriormente: la nueva deuda estaba instrumentada en bonos, que podían ser negociados en mercados secundarios.

La ley 23.928 (Ley de Convertibilidad del Austral) impuso un régimen de tipo de cambio fijo y limitó las fuentes de financiamiento del déficit fiscal al endeudamiento externo (imposibilitaba la emisión monetaria sin respaldo en divisas, y reducía drásticamente las exportaciones al encarecer los productos argentinos) y la venta de activos públicos (privatizaciones). Con esta medida se pretendía ajustar los desequilibrios macroeconómicos del país y asegurar la estabilidad cambiaria que garantizaría la rentabilidad en divisas a los inversores externos. Sin embargo, para sostener la paridad se requerían aproximadamente USD 20.000 millones por año para compensar el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos y los servicios de la deuda. Si el endeudamiento no alcanzaba, las variables de ajuste eran las importaciones y el presupuesto nacional, afectándose la producción, el empleo y la recaudación fiscal.

De esta manera, la estabilidad macroeconómica —que se asociaba a la ineficiencia de las empresas públicas y el gasto irresponsable— predominó sobre los objetivos de desarrollo productivo y social del país. No obstante, el endeudamiento externo se acrecentó principalmente en dos etapas (1976-1983 y 1992-2000) que se caracterizaron por el predominio de desregulaciones y apertura económica que por políticas de proteccionismo y redistribución del ingreso.

El nuevo régimen económico se tornó insostenible al frenarse la posibilidad de endeudamiento. Tras las crisis de deuda que se dieron en la segunda mitad de la década de 1990, la liquidez internacional se redujo significativamente. A su vez, la apreciación real de la moneda local (determinada por el crecimiento de los precios en un régimen de tipo de cambio fijo) aceleraba el crecimiento del déficit del comercio internacional, mientras que los servicios de deuda profundizaban el déficit fiscal. La inestabilidad macroeconómica resultante incrementó las primas de riesgo dificultando aún más el acceso al crédito internacional.

Numerosos fueron los intentos de resolver la situación, aunque en muchos casos la empeoraron. En marzo del 2000 se negoció un acuerdo *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional (en adelante, "FMI"). Mediante este acuerdo, el organismo internacional

prestaría USD 7.200 millones pero con el requisito de que Argentina cumpliera con ciertas condiciones que en teoría garantizarían la solvencia del país. Entre estas cabe mencionarse una reforma previsional (eliminar la Prestación Básica Universal, elevar la edad jubilatoria de las mujeres), la reducción del gasto público (con el objetivo de garantizar el equilibrio fiscal), la reestructuración de la ANSES y del PAMI, la desregulación de las obras sociales y del mercado de trabajo (IMF, 2000: 93). En otras palabras, se trataba de financiamiento a cambio de la pérdida de soberanía en materia de política económica.

Con el afán de eliminar las expectativas de *default* y continuar con la convertibilidad, a fines del 2000 el gobierno encaró una nueva negociación que incluyó al FMI, al Banco Interamericano de Desarrollo, al Banco Mundial y al gobierno español para ampliar el financiamiento de manera de garantizar el pago de los vencimientos del 2001 y parte del 2002. Tal negociación dio origen al “blindaje” que implicó un préstamo de aproximadamente USD 40.000 millones (la mitad de este monto correspondió a renegociación de deuda preexistente) y mantuvo las condicionalidades en materia de política económica del FMI. Con todo esto se logró prolongar la potencial ocurrencia del escenario de crisis por cesación de pagos, mientras se deterioraban las condiciones sociales y no se daba respuesta a los problemas estructurales de la economía argentina (BARBEITO: 2001).

Con el tiempo la situación económica empeoró, los ajustes fiscales no resolvieron los problemas de insolvencia (ya que gran parte del déficit fiscal se explicaba por los servicios de deuda) y las tensiones políticas se agravaron. En ese marco, a mediados del 2001 se implementó el “mega-canje”, un canje voluntario de bonos que incluyó a una importante porción de la deuda en manos de tenedores privados locales y extranjeros (USD 30.000 millones). Con éste se pretendía aliviar el pago de intereses y de capital de la deuda externa prorrogando los plazos (con vencimientos hasta el año 2031). Sin embargo, el costo fue un incremento del valor nominal de la deuda en USD 2.000 millones y un alza exorbitante de la tasa de interés. Los nuevos bonos se pactaron a una tasa promedio del 15% anual en dólares, es decir, cuatro veces la tasa de referencia internacional (BASUALDO *et al*, 2005). De esta manera, en vez de aliviarse la restricción financiera, la deuda pública se tornó insostenible. A fines del 2001 se llevó a cabo una segunda operación voluntaria de canje. En este caso se canjearon títulos públicos (USD 42.000 millones) en manos de tenedores locales (principalmente bancos y AFJP) por igual monto en préstamos garantizados con ingresos tributarios (a tasas de interés menores).

A pesar de todos estos *esfuerzos*, la situación empeoró. La confianza lograda con estas medidas no tardó en diluirse, desembocando en una fuerte salida de depósitos bancarios y contracción de las reservas internacionales. Esta situación condujo a que el gobierno impusiera restricciones al retiro de fondos de los bancos (el *corralito*) y a las operaciones de cambio, con el objeto de evitar la quiebra del sistema financiero y el abandono de la convertibilidad peso-dólar (DAMILL, FRENKEL y RAPETTI, 2005). Sin embargo, la crisis del 2001 se tornó inminente y condujo a la Argentina a declarar una moratoria unilateral en el pago de su deuda externa, por lo cual entró en *default*.<sup>1</sup>

En el 2005 se inició un nuevo proceso de renegociación y se acordó la reestructuración de la deuda externa. Esta logró la aceptación del 92,4% de sus acreedores privados hacia el 2010. Sin embargo, una minoría de acreedores decidió no aceptar el canje de sus bonos e inició una campaña de litigios para cobrar la totalidad de sus créditos.

### III. Encuadre

En 2014, NML Capital, Ltd. y otros *holdouts*<sup>2</sup> jaquearon el proceso de reestructuración de la deuda soberana que impulsó la República Argentina desde 2004/5. Esto sucedió a partir de la orden judicial de un juez del Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York, Thomas Poole Griesa, en lo que la prensa especializada ha denominado el "Juicio del Siglo" (FT, a). Si bien esta saga todavía no concluyó, distintos elementos signan su evidente atractivo. Por un lado, las actuaciones tienen asiento en el principal centro financiero del mundo occidental (Nueva York), cuyo derecho sirve de referencia para la mayoría de las operaciones financieras más relevantes. Por otro, el precedente del caso tendrá efecto trascendente (*authority*) en otros análogos posteriores según el principio de *stare decisis et non quia movere*, con lo cual también servirá de referencia para la interpretación del derecho aplicable a las operaciones sometidas al derecho de Nueva York, independientemente de cuál sea la jurisdicción que conozca en ellas.

---

1 En fecha 23.12.2001, Adolfo Rodríguez Saa declaró ante el Congreso de la Nación la suspensión de los pagos correspondientes a la deuda externa en ocasión de su asunción como Presidente de la Nación (v. [[https://www.youtube.com/watch?v=-IOP\\_CcENB4](https://www.youtube.com/watch?v=-IOP_CcENB4)]). No obstante, la norma que facultó al Poder Ejecutivo Nacional a diferir los pagos (moratoria) de deuda externa fue el artículo 6 de la ley 25.565.

2 Por el término *holdouts* designamos a los bonistas que no aceptaron el canje de sus títulos en las reestructuraciones de deuda pública que impulsara la Argentina en 2004/05 y 2010, independientemente de que tengan sentencias a su favor (como NML Capital, Ltd., y Aurelius Management, LP) o no. El origen de esta denominación radica en que aquéllos están excluidos o se mantienen fuera (en inglés, *hold-out*) de tales canjes, en oposición a los *holdins* que sí están incluidos.



#### IV. La cláusula *pari passu*

*“In New York, a bond is a contract [...]. Thus, the parties’ dispute over the meaning of the Equal Treatment Provision represents a “simple question of contract interpretation”.*  
— Barrington D. PARKER, juez del 2do Circuito de Nueva York<sup>3</sup>

En la introducción señalamos que la Argentina suspendió el pago de su deuda externa a fines de 2001 en el contexto de una devastadora crisis económica, política y social. Esto significó el incumplimiento de distintos compromisos financieros que había asumido el Estado Nacional, entre los cuales estaban las obligaciones instrumentadas en bonos soberanos emitidos durante la década anterior en el marco de un contrato celebrado por la Argentina en 1994:<sup>4</sup> el *Fiscal Agency Agreement* (en adelante, el “FAA”).

El FAA es un contrato que sirvió de marco para las distintas emisiones de bonos globales que hizo el Estado Nacional en la década de 1990. Dado que estaba concebido para la captación del financiamiento externo principalmente, entre sus secciones encontramos, por ejemplo, el sometimiento de las obligaciones emergentes del contrato y de los bonos al derecho de la Ciudad de Nueva York, y también el sometimiento de las controversias relacionadas a tales obligaciones al conocimiento de los tribunales con asiento en esa ciudad. De todas ellas, aquí nos interesa la sección 1(c) del FAA, cuyo texto es el siguiente: (ARGENTINA, 1994):

[t]he Securities will constitute... direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank *pari passu* and without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness...

---

<sup>3</sup> De la resolución de la apelación de la República Argentina por la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York en revisión de la resolución del juez Thomas P. Griesa respecto de la orden declaratoria de la violación de la cláusula *pari passu* por la Argentina y disposición de la *injunction* (USCASC, 2012).

<sup>4</sup> La República Argentina celebró también un *Fiscal Agency Agreement* en 1993, pero todas las referencias corresponden al celebrado en el año 1994.

La transcripción precedente contiene a la famosa cláusula *pari passu*, incluida en la inmensa mayoría de los bonos soberanos emitidos hasta el 2000 (GULATI y KLEE, 2001: 636), y en una versión que es de las más difundidas en el mercado financiero (REPÚBLICA FRANCESA, 2013), al menos en su época. En un primer abordaje se podría afirmar que ella significa que:

- a) los bonos<sup>5</sup> emitidos por la Argentina bajo el FAA<sup>6</sup> constituyen obligaciones directas, incondicionales, quirografarias e insubordinadas y en todo momento tendrán rango equivalente y sin ninguna preferencia entre ellas; y
- b) las obligaciones de pago de la Argentina según tales bonos en todo momento tendrán rango equivalente con cualquier otro endeudamiento externo<sup>7</sup> quirografario e insubordinado presente o futuro.

Como se podrá advertir, las proposiciones (a) y (b) prevén supuestos diferentes. La primera refiere al rango de los bonos regidos por el FAA; mientras que la siguiente es más amplia y comprende a otras obligaciones contemporáneas o posteriores no regladas por el FAA (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012).

Ahora bien, la cuestión de su interpretación consiste en la definición del alcance del rango equivalente [*pari passu ranking*], el cual se ha tornado materia de controversia desde los albores del siglo XXI. Sin embargo, esta cuestión ha tenido por punto de inflexión al caso "Elliott Associates, LP c. República de Perú" (2000), donde la Corte de Apelaciones del Reino de Bélgica sostuvo que (BUCHHEIT y PAM, 2004: 879):

[f]rom the basic agreement that governs the repayment of the foreign debt of Peru that the various creditors benefit from a *pari passu* clause that in effect provides that the debt must be repaid *pro rata* among all creditors. This seems to lead to the conclusion

---

5 Si bien el texto original significaría "notas, debentures u otras pruebas de endeudamiento", reducimos la expresión en bonos para facilitar su entendimiento, sin que haga diferencia a los fines de este artículo.

6 Cfr. sección 1(a) del FAA.

7 Según la sección 11 del FAA, endeudamiento externo [*external indebtedness*] significa cualquier obligación (distinta a la de las notas, debentures u otras pruebas de endeudamiento emitidas por la Argentina bajo el FAA) por dinero prestado o instrumentada en títulos, debentures, notas u otros instrumentos similares denominados o pagables (o que a opción del tenedor sean pagables) en una moneda que no sea la de curso legal de la Argentina.

that, upon an interest payment, no creditor can be deprived of its proportional share.

Este precedente sirvió de referencia, aunque con matices, en los casos: (a) “Red Mountain Finance, Inc. c. República Democrática del Congo” (2001), resuelto por una corte federal en el Estado de California, EUA, (b) “LNC Investments, Inc. c. República de Nicaragua” (2003), resuelto por una corte del Reino de Bélgica,<sup>8</sup> y (c) “NML Capital, Ltd. c. República Argentina” (2011) (BUCHHEIT y PAM, 2004; BLACKMAN y MUKHI, 2010).

Sin embargo, nuestra atención se centra inicialmente en “Elliott Associates, L.P. c. República de Perú”. Este caso fue el primero en recoger la interpretación amplia de la cláusula *pari passu*, aunque se tratara de una resolución preliminar, es decir, no definitiva. No obstante, aquélla fue suficiente para que Elliot Associates, LP pusiera en jaque la reestructuración de la deuda externa de Perú y la forzara a *negociar*.

La pretensión del fondo de inversión contó con un *affidavit* del Prof. Andreas F. LOWENFELD (2000), quien se hiciera célebre por cementar la fundamentación de la interpretación amplia de la cláusula *pari passu* que implica el *ratable payment*, construida a partir de los siguientes elementos (BUCHHEIT y PAM, 2004):

- a) la deuda tiene igual rango que otras deudas del deudor;
- b) las deudas con igual rango deben ser pagadas igualmente;
- c) si el deudor no tuviera suficientes recursos para pagar todas las deudas con igual rango, debe satisfacer proporcionalmente a los acreedores de igual rango (*ratable payment*);
- d) las proposiciones (b) y (c) son exigibles al deudor por una *injunction*;<sup>9</sup> y
- e) las proposiciones (b) y (c) son exigibles a los acreedores que hubieran percibido pagos no equitativos por *injunction*.

---

<sup>8</sup> No obstante, la sentencia condenatoria contra Nicaragua de la primera instancia fue revocada por la Corte de Apelaciones. Para entonces el poder legislativo del Reino de Bélgica había sancionado una ley que protegía al Euroclear y las reestructuraciones de deuda soberana.

<sup>9</sup> Las *injunctions* son órdenes judiciales con fundamento en la equidad que requieren a una parte hacer o abstenerse de hacer determinados actos.

La posición de LOWENFELD es la interpretación más amplia de la cláusula *pari passu*, es decir, aquella que implica la obligación de *ratable payment*. Por el contrario, la interpretación restringida de la cláusula sólo reconoce como válida a la proposición (a) bajo el entendimiento de que la igualdad de rango se define *de iure* y no *de facto*.

Así, la primera posición (amplia) es la que adoptaron NML Capital, Ltd., y los *holdouts* en general, mientras que la segunda (restringida) es la sostenida por la Argentina, y a la que adhirieron los ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (2012), los ESTADOS UNIDOS MEXICANOS (2013) y la REPÚBLICA FRANCESA (2013) en distintos *amicus curiae* presentados en el marco del caso.

A continuación reseñaremos sucintamente los argumentos que sostienen a estas dos posturas.

#### *A) Interpretación restringida de la cláusula pari passu*

La interpretación restringida de la cláusula *pari passu* era la tradicional en el mercado (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012), y se define de la siguiente manera (BLACKMAN y MUKHI, 2010: 55): "[t]he *pari passu* provision is a standard clause in cross-border lending agreements that contains a borrower's promise to ensure that the obligation will always rank equally in right of payment with all of the borrower's other unsecured debts". En consecuencia, la cláusula sería infringida si el derecho de pago al acreedor fuera legalmente subordinado —es decir, rebajada su prioridad por una norma jurídica— respecto de otras obligaciones (GULATI y KLEE, 2001: 640). Así, se distingue entre la categoría de la obligación [*rank in right of payment*] y el cumplimiento de tal obligación, con lo cual las subordinaciones *de facto* quedarían excluidas del alcance de la cláusula y el deudor podría decidir a qué acreedores pagar y a cuáles no (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012).

A continuación se exponen los argumentos que sostendrían la posición amplia según los abogados del estudio que defiende los intereses del Estado Nacional en Nueva York desde 1989: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, LLP.

### *i. Argumento histórico*

Un primer argumento para sostener la interpretación restrictiva sería la evolución histórica de la finalidad de la cláusula *y*, en consecuencia, de su interpretación. A diferencia de otros argumentos, el histórico tiene la particularidad de ser afirmativo.

El desarrollo comienza en el siglo XIX y se extiende hasta principios del siglo XX, cuando era común la emisión de títulos seriados con garantía (*collateral*) por particulares, por ejemplo, para financiar la expansión ferroviaria (los *Victorian railroad bonds*). Ante la ausencia de una previsión contractual, el derecho inglés daba prelación preferente a los créditos según el orden cronológico de su emisión. Por el contrario, los tribunales de los EUA resolvían casuísticamente según el orden de emisión o de vencimiento, mientras que reconocían la paridad de los créditos garantizados por los mismos activos. Así, la cláusula *pari passu* tenía por finalidad definir el orden de prelación entre los distintos créditos de una serie por la autonomía de la voluntad (PALMER, 1989: 198): “[t]he object of the... *pari passu* provision is to place all the debentures on the same level as to security; so that, if the security is to be enforced, whatever is realized from it shall be divided amongst them ratably”.

A principios del siglo XX, los Estados comenzaron a emitir bonos respaldados por ciertos ingresos públicos, aunque sin que hubiera una verdadera garantía real (*quasi-security*). De esta manera, se constituía un privilegio *de facto* para la realización de algunos activos, con lo cual la cláusula *pari passu* fue incluida en los títulos públicos para evitar que esto pudiera aumentar el riesgo de *default* (BRATTON, 2004: 834). Posteriormente, estas cláusulas serían reemplazadas por las *negative pledge clauses*, que prohibían a los Estados y sus agencias garantizar sus deudas externas con *collaterals* (BUCHHEIT y PAM, 2004).

La tercera fase corresponde a la segunda mitad del siglo XX, cuando la inclusión de la cláusula *pari passu* se volvió frecuente en las deudas quirografarias (*unsecured securities*), lo cual es explicado de la siguiente manera (BUCHHEIT y PAM, 2004: 911-2):

[o]ur research suggests that had they been asked at the time (the 1970s onward) to justify the presence of a *pari passu* clause in an unsecured cross-border credit instrument with a sovereign borrower, contract drafters would have given three reasons: a lingering concern about the earmarking of assets, the danger that

a foreign sovereign decree altering the legal ranking of existing debts might be given effect by a court outside of the debtor country, and the risk of involuntary subordination through action by another lender. The opacity of the clause is explained by the fact that in the minds of the early Euromarket drafters, it was intended to protect lenders against all three, very different, risks. They thus saw a positive virtue in the vagueness of the phrase "pari passu in priority of payment." As the decades passed, one of these concerns (earmarking) was addressed through an expanded negative pledge clause in most cross-border credit instruments. A second risk (the effect of sovereign decrees) was addressed by judicial decisions. But the third (involuntary subordination through action by another lender) remains a serious concern for the cross-border lender, and the *pari passu* clause persists as the contractual mitigant for that risk.

Por lo tanto, el argumento histórico se resume en que la finalidad de la cláusula *pari passu* en ningún momento fue asegurar a los acreedores el *ratable payment* de sus obligaciones; y, consecuentemente, la interpretación amplia sería una innovación de la obligación asumida por el Estado Nacional. Sin ir más lejos, esta interpretación aflora a partir del caso "Elliott Associates, L.P. c República de Perú" (2000) —y en una resolución no definitiva—, cuando el FAA se había celebrado bastante antes, en el año 1994.

Contra esto podría sostenerse que quienes adquieren los bonos en el mercado secundario no pueden quedar sujetos a las previsiones de las partes originales en exceso de elemento objetivo-literal. Sin embargo, este argumento es —en el mejor de los casos— dudoso, puesto que se trata de una cláusula estándar que fue interpretada de manera más o menos armónica durante varias décadas en el sentido restringido. Sin embargo, esta observación fue contestada por BRATTON (2004: 857):

[t]he answer to this question lies in the institutional differences between bank and bond-market lending. Members of bank lending groups operate under cooperative norms enforced by reputational and regulatory constraints. The normative framework includes, within the group, equal treatment. If de facto priorities allocated by the defaulting sovereign present a problem, group organizations facilitates solution in the context of the

restructuring negotiation themselves. As the source of funding shifted from the banks to the bond markets in the 1990s, observers warned that the days of gentlemanly cooperation were over. They predicted that with proliferating bondholding, litigation in the event of distress finally could be expected. The prediction proved right.

Así, la explicación intentada es que la diferencia no estaría en el texto, ni en su interpretación, sino en que sus nuevos intérpretes están dispuestos a aplicarla.

## *ii. Argumento por implausibilidad*

Fuera de la evolución histórica, los argumentos a favor de la interpretación restrictiva tienden a centrarse en las inconsistencias que implicaría la aplicación de la cláusula *pari passu* según la interpretación amplia.

En primer lugar, BUCHHEIT —que es uno de los principales exponentes de la interpretación restringida desde principios de la década de 1990— rechazaba la interpretación amplia con fundamento en dos argumentos: (a) que ella significa la futilidad de otras cláusulas que frecuentemente se incluyen en los contratos para complementar a la *pari passu* (GULATI y KLEE, 2001);<sup>10</sup> y (b) que la interpretación amplia asimismo tornaría inútil algunas variantes de la cláusula *pari passu* misma (ZAMOUR, 2013).

En estos términos, la posición de BUCHHEIT sería la siguiente (BUCHHEIT, 1991; citado en ZAMOUR, 2013: 60):

---

<sup>10</sup> “[T]here are other clauses that are occasionally found alongside the *pari passu* clause. There are at least five. They are: (i) the “mandatory prepayment clause” that restricts non-ratable prepayments to others; (ii) the “turnover clause” that says that creditors who receive preferential prepayments have to turn t over to the others; (iii) the “sharing clause” that says that whatever one lender receives has to be shared ratably with the others; (iv) the “negative pledge clause” that assets pledged to them; and (v) the “acceleration clause,” where a creditor who holds debt in default gest to ask for all of the debt to be paid immediately. Under the Elliot interpretation, the foregoing clauses would be rendered superfluous. Put differently, if the basic *pari passu* clause alone provides a legal basis for a creditor to intercept or force a sharing payment made to others, then once again lawyers have been wasting their time negotiating to include this additional contractual language”, (GULATI y KLEE, 2001: 646).

"if a sovereign borrower intends as a practical matter to discriminate among its creditors in terms of payments, the *pari passu* undertaking will at least prevent the sovereign from attempting to legitimize the discrimination." As he himself lightly conceded, "[i]n terms of protection for the lenders, this may strike some folks as rather thin":

"The apparent moral for the sovereign borrower is this: you can do pretty much whatever you want in discriminating among creditors (in terms of who gets paid and who does not), but do not try to justify your behavior by taking steps that purport to establish a legal basis for the discrimination."

This is the cynical way of phrasing what has come to be known as the narrow reading or "legal subordination" interpretation of the *pari passu* clause.

En segundo lugar, se cuestiona cómo puede ser que la cláusula *pari passu* no sea incluida en todos los contratos de crédito doméstico para evitar el *trriage* financiero<sup>11</sup> al que recurren todos los deudores con problemas de liquidez. La obligación de *ratable payment* impediría la satisfacción de algunos créditos antes que otros cuando ellos tuvieran igual rango y sin necesidad de pedir la quiebra del deudor (BUCHHEIT y PAM, 2004: 883). La respuesta de BRATTON (2004) es que antes del *default* las deudas privadas y soberanas son similares —cada una tiene sus plazos y las obligaciones son satisfechas—; pero, después del incumplimiento, son muy diferentes: el régimen de *bankruptcy* facilita imperativamente el cumplimiento forzoso equitativo y según la preferencia de los créditos privados, mientras que los estados no están sujetos a estos procesos y, en consecuencia, la cláusula *pari passu* sería una buena solución (pp. 856-7).

Tercero, se cuestiona cuál sería la extensión del *ratable payment*. ¿Debería extenderse a todas las obligaciones del deudor que tuvieran la misma preferencia al cobro? Por ejemplo, sería dudoso que la cláusula *pari passu* pudiera otorgar a un acreedor el

---

<sup>11</sup> Por *trriage* financiero los autores significan la práctica de determinados deudores con escasa liquidez por las cuales intentan salvar su situación a través del pago de determinadas deudas esenciales, mientras que incumplen otras a las cuales el deudor intenta renegociar. En palabras de los autores, "paying some creditors (like suppliers) while trying to sweet-talk others into showing flexibility" (BUCHHEIT y PAM, 2004: 883).



derecho de cobrar sus créditos en paridad a la satisfacción de las deudas fiscales (BUCHHEIT y PAM, 2004: 885). Independientemente de que suelen existir preferencias legales entre los distintos tipos de créditos, este argumento tampoco es sólido, por cuanto la cláusula *pari passu* solo aplica al endeudamiento externo [*external indebtedness*] (BRATTON, 2004: 856):

[a]s to the police protection in the streets and milk for the children, the standard clause covers only “external indebtedness”. This defined term tends to cover only obligations in respect of money borrowed from abroad. Neither trade credit (domestic or foreign) nor domestic obligations in respect of borrowed money are covered. Note that even if they were covered the promise would be effectively unenforceable because the only venues for catching such payments would be the sovereign’s domestic courts. Short-term external borrowing facilities in support of trade for essential commodities would be covered, but such coverage falls within the clause’s essential purpose: A sovereign that can trade as usual has a diminished incentive to restart payment. Meanwhile, the milkman can be paid.

Desde la perspectiva de su operatividad, la cláusula *pari passu* también podría implicar a los acreedores una limitación a su derecho: ¿debería un acreedor cuyo crédito esté definido por una cláusula *pari passu* rechazar un pago en exceso del *ratable payment* a favor de terceros beneficiarios con igual derecho? ¿Cómo debería procederse ante la aparición posterior de un acreedor que tuviera igual derecho? ¿Habría una nueva distribución de las sumas pagadas? ¿Quién debería hacerla y con qué fondos? (BUCHHEIT y PAM, 2004: 885-6). Esta pregunta pareciera no tener mejor respuesta que la posibilidad de que otros acreedores adhirieran a la acción de cobro o ejecución de la obligación como una acción de clase.

### *B) Interpretación amplia de la cláusula pari passu*

Dado que la construcción de la interpretación que deriva la obligación de *ratable payment* de la cláusula *pari passu* es unánimemente atribuida a LOWENFELD (2000), entendemos conveniente reproducir aquí una vez más sus palabras (p. 12):

I have no difficulty in understanding what the *pari passu* clause means: it means what it says — a given debt will rank equally with other debt of the borrower whether that borrower is an individual, a company, or a sovereign state. A borrower from Tom, Dick, and Harry can't say "I will pay Tom and Dick in full, and if there is anything left over I'll pay Harry." If there is not enough money to go around, the borrower faced with a *pari passu* provision must pay all three of them in the same basis:

Suppose, for example, the total debt is \$ 50,000 and the borrower has only \$ 30,000 available. Tom lent \$ 20,000 and Dick and Harry lent \$ 15,000 each. The borrower must pay three fifths of the amount owed to each one — i.e., \$ 12,000 to Tom, and \$ 9,000 each to Dick and Harry. Of course the remaining sums would remain as obligations of the borrower. But if the borrower proposed to pay Tom \$ 20,000 in full satisfaction, Dick \$ 10,000 and Harry nothing, a court could and should issue an injunction at behest of Harry. The injunction would run in the first instance against the borrower, but I believe (putting jurisdictional considerations aside) to Tom and Dick as well.

En estos términos, los comentaristas que sostienen la interpretación amplia construyen su argumentación a partir del elemento objetivo-literal (COHEN, 2011: 14-5):<sup>12</sup>

[u]sing a plain-language reading of the term, a *pari passu* provision means what it says: the sovereign debtor in default must pay similarly situated creditors equally, at the same time and to the same extent, in all payment situations. In other words, a

---

<sup>12</sup> En sentido contrario, BRATTON (2004: 833) —comentarista que, como veremos posteriormente, está a favor de la interpretación amplia— sostiene que: "[t]he narrow reading, in contrast, is less purposive and more textual. Return now to the *pari passu* clause in Peru's defaulted guaranty, which stated that "[t]he obligations of the Guarantor hereunder do rank and will rank at least *pari passu* in priority of payment with all other External Indebtedness of the Guarantor, and interest thereon". Note that the clause never quite says "the Guarantor shall pay." Instead it makes a representation and a promise about "priority of payment." Much hangs on the distinction. The narrow reading's proponents assert that the clause intelligibly can be read to cover "priorities" —rights to payment as against other creditors in contract and in law— as opposed to the payments themselves".

sovereign debtor cannot refuse to pay a particular creditor while, at the same time, offering payment to other creditors.

En consecuencia, cuando el deudor debe pagar al vencimiento del plazo de su obligación (o en momento de cesación de pagos), debe hacerlo *pro rata* a todos sus acreedores con créditos exigibles (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012).

La interpretación de la posición amplia debe realizarse en el marco de la diferencia entre las deudas privadas y las públicas en lo atinente a su cumplimiento forzado tras el *default*. El acreedor de una deuda tiene acción para requerir su ejecución contra el patrimonio del deudor e, inclusive, podría solicitar la liquidación de su patrimonio, sin que esto le asegure la suficiencia patrimonial para satisfacer todos sus créditos al final del proceso. Por el contrario, las deudas soberanas están regidas por otras reglas: mientras que los bienes afectados a la actividad comercial (*iure gestionis*) serían realizables para la ejecución de un crédito —puesto que no están alcanzados por inmunidad soberana—, el resto de sus bienes —afectados a la actividad pública (*iure imperii*)— están protegidos por la inmunidad de ejecución.<sup>13</sup> De aquí que cobrar generalmente dependa de cuán rápido y cuántos bienes realizables los acreedores puedan descubrir, embargar y ejecutar. Obviamente, sólo los acreedores económicamente más *poderosos* tienen los recursos para emprender y sostener estas aventuras litigiosas. Así, en este escenario, los acreedores están ante una alternativa (OLIVARES-CAMINAL, 2011: 41):

[e]xecuting property within the jurisdiction of the sovereign, the creditor is faced with the issue that it would be highly probable that due to *public order*,<sup>14</sup> the judgment would not be enforced, or if enforced it would be payable with other debt instruments issued by the sovereign debtor (domestic bonds) with very unattractive financial and contractual terms... The pros are that

<sup>13</sup> Es por esto que LÓPEZ SANDOVAL (2002) señala que: “[m]ost of the academic writings consulted analyze the issue in question from a double perspective, that is, differentiating expressly between the two dissimilar context where the clause plays its role, namely the corporate and the sovereign contexts. Certainly, there is a uniform position with regard to the meaning of the clause in the corporate context: It does not mean what Lowenfeld suggested. However, when referring to the sovereign context, commentators’ opinions are divided” (p. 35).

<sup>14</sup> Cfr. fallo de la CORTE SUPREMA DE JUSTICIA DE LA NACIÓN (06.03.2014), *in re* “Claren Corporation c/ Estado Nacional — arts. 517/518 CPCC exequátur s/ varios”.

there would be assets to enforce the money judgment forcing the sovereign to settle or to be condemned to pay in-kind. The cons are that the execution process would be completely uncertain.

On the other hand, if the creditor tries to execute the money judgment outside the jurisdiction of the issuer, for example in New York, the pros are that the whole process is clearly determined and an outcome can be predicted because there have been many cases where sovereigns have been sued as result of their default... However, the con is that it would be very difficult to find assets to enforce the money judgment.

Respecto a esta segunda opción, corresponde señalar que los Estados en *default* (o con posibilidades de estarlo) prevén y evitan con un razonable éxito que haya bienes realizables en el extranjero.<sup>15</sup> En consecuencia, la tercera posibilidad que tienen los acreedores sería aguardar una eventual recuperación económica del Estado deudor para el reinicio de los pagos tras una reestructuración de la deuda en *default*, ya sea con quitas de capital o extensión de los plazos (BRATTON, 2004: 828).

El caso de la República Argentina es una suerte de paradigma de lo anterior, con la diferencia de que la justicia de Nueva York resolvió según una interpretación amplia de la cláusula *pari passu*, y que se desarmó de esta manera el esquema de las tres opciones referidas —es decir, (a) demandar ante la justicia del deudor, (b) demandar en el extranjero, y (c) aguardar mejor fortuna del deudor—. Igual que en el caso "Elliott Associates, L.P. c República de Perú" (2000), los *holdouts* lograron un obstáculo para el cumplimiento de la deuda reestructurada — con la diferencia principal de que Argentina decidió *no negociar*.

A diferencia de las reestructuraciones de pasivos concursales,<sup>16</sup> los bonistas no pueden ser incorporados forzosamente a una reestructuración de deuda soberana —al menos, según la ley aplicable en la Ciudad de Nueva York— sin estar sujetos a una cláusula de acción colectiva (*collective action clause*) (en adelante, "CAC").<sup>17</sup> Al momento de la

---

15 Así sucedió, por ejemplo, en el caso "Elliott Associates, LP c. República de Perú" y en "NML Capital, Ltd. c. República Argentina".

16 Esta afirmación, al menos, es válida para el derecho argentino.

17 Las CACs son provisiones contractuales que: (a) facilitan al emisor acercarse con una propuesta para modificar los términos principales de un bono; (b) permiten a una mayoría de bonistas aceptar la

celebración del FAA (1994), las CACs eran infrecuentes por la reticencia que despertaban entre los actores financieros, quienes percibían a partir de ellas un inconveniente aumento del poder de negociación de los deudores soberanos.<sup>18</sup>

Ahora bien, como comentáramos en la introducción, el Plan Brady a principios de la década de 1990 implicó un rediseño de la arquitectura jurídica del endeudamiento público externo que pasó de los préstamos de bancos sindicados (*syndicated bank loans*) a la emisión de bonos públicos (*sovereign bonds*) (STIGLITZ, 2014).

En el primero de los modelos referidos, cuando un Estado enfrentaba una crisis de liquidez y estaba impedido de cumplir con sus obligaciones, los acreedores (principalmente, bancos comerciales) negociaban la reestructuración de la deuda (LÓPEZ SANDOVAL, 2002: 45):

Anne Kruger explains such a past tendency arguing that banks had good reasons to be cooperative: “similar institutional interests; a desire to secure future business from the debtor, a reluctance to

---

modificación propuesta; y (c) cuando una mayoría requerida fuera lograda, las modificaciones acordadas sean vinculantes para todos los bonistas. La finalidad de las CACs es posibilitar los procesos de reestructuración de deuda, por la evitación de una posible disrupción de las negociaciones por bonistas minoritarios que decidan ser *holdouts*. Inclusive, algunas CACs permiten a una mayoría impedir el requisito de aceleración de los bonos tras la incursión en *default* (LINKLATERS, 2012).

<sup>18</sup> Esta concepción ha cambiado drásticamente al presente. Así, por ejemplo, en febrero de 2012 los Estados miembros de la Eurozona aprobaron una reforma al *Treaty Establishing the European Stability Mechanism*, por el cual se dispuso la inclusión estandarizada e idéntica de CACs en todos los bonos soberanos emitidos por tales Estados desde el 01.01.2013 (LINKLATERS, 2012). En el mismo sentido, aunque también como respuesta al impulso del FMI a favor de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*), la Reserva Federal de los EUA ha impulsado la incorporación de las CACs como una forma más flexible y autónoma para prevenir el problema de los *holdouts* (SCOTT, 2006). Más reciente en el tiempo, los Estados Unidos Mexicanos sometieron en 10.11.2014 ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los EUA un prospecto de emisión de bonos con CACs (ESTADOS UNIDOS MEXICANOS, 2014).

Sin embargo, se advierte que las CACs tampoco son una solución suficiente puesto que, por ejemplo, “[t]he recent sovereign debt restructuring in Greece demonstrated the shortcoming of CACs without cross-series aggregation. Of the thirty-six bond series with CACs that were eligible to participate in the Greek debt restructuring, only seventeen were successfully restructured using CACs. The operation of CACs in the remaining bonds was effectively nullified by holdout creditors, resulting in unstructured claims of about EUR 6.5 billion, accounting for 30 percent of the total value of debt governed by foreign law. 2013 IMF Report ¶ 37.2”, (ESTADOS UNIDOS MEXICANOS, 2013). Esta posición también es sostenida por la REPÚBLICA FRANCESA (2013); y por los ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (2012).

offend regulations; and a legal obligation to share any proceeds of litigation with their fellow creditors".<sup>19</sup>

Por el contrario, a partir del Plan Brady, los bonos públicos se negocian en el mercado secundario y aparece un tipo de acreedor diferente: los bonistas privados e individuales (LÓPEZ SANDOVAL, 2002). A partir del fin de la década del año 1990, la sucesión de crisis económicas demostraría los graves problemas encubiertos por este modelo de múltiples de acreedores y bonos sin CACs en *default* a precio de remate (bonos basura). Ahora, aquellos bonistas tendrían menos incentivos de canjear sus bonos en *default* puesto que a partir del caso "Elliot Associates c. República de Perú" pueden intentar el ejercicio de todos los derechos instrumentados originariamente en tales títulos.

En este contexto, BRATTON sostiene que (2004: 836):

[d]istressed debtors tend to be conceived as actors without choices. In this picture, defaults occur because resources are exhausted, not because the debtors act strategically; if resources are exhausted no creditor gets paid. The reality is more complicated. Sometimes debtors have a choice as to whether to default. Once in default, debtors may have resources available to pay some but not all of their creditors, making it possible to choose favorites. The *pari passu* clause, under the broad reading, addresses these choices toward the end of reducing the sovereign borrower's zone of discretion. By making compositions harder to conclude, the clause makes default a less attractive choice and hence less likely to occur. By making preferential payments vulnerable to challenge, the clause makes it less likely that the bonds it protects will bear a disproportionate share of the costs of distress.

Unless default imposes some cost on the debtor, not only will the debtor not pay the debt, the lender will not make the loan in the

---

<sup>19</sup> KRUGER, A. (2001) *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, transcripción de un discurso realizado ante el *Indian Council for Research on International Economic Relations* (20.12.2001). En LÓPEZ SANDOVAL (2002: 45). Según un reporte realizado por el FMI, a principios de la década de los ochenta, el 85% de la deuda pública de los países emergentes tenía por acreedores a los bancos (*idem*).

first place. Sovereign lending presupposes that default has a cost. The lower that cost, the smaller the sovereign's borrowing capacity; the greater the cost, the more willing the lenders are.

Así, la interpretación amplia se justificaría por la eficiencia financiera que supone reducción del riesgo de *default* y aumento consecuente del valor de los bonos. En contraste, la interpretación restrictiva sólo atiende a prioridades jurídicas y contractuales<sup>20</sup> —menos frecuentes—, y quedan fuera de su alcance los casos de selectividad *de facto*. Esto sería antieconómico puesto que (a) los Estados tendrían la posibilidad de discriminar en el pago de sus obligaciones en detrimento de los bonistas, cuyos créditos estarían sujetos sin remedio a la discrecionalidad de hecho del deudor; e (b) implicaría un aumento del riesgo crediticio, una reducción de los incentivos de los bonistas, una reducción del valor de los bonos y un aumento del costo del crédito (BRATTON, 2004).

A nuestro entender, esta lectura debería enmarcarse en la aceptación creciente que lograron las CACs en las operaciones de endeudamiento externo. Así, podría trazarse una vaga línea entre antes y después del caso “Elliott Associates, L.P. c. República de Perú” para advertir que los principales beneficiarios de esta justificación serían los *holdouts* con títulos anteriores al año 2000, que no pueden ser incorporados forzosamente a un acuerdo que modifique los términos de emisión de sus bonos. De aquí, lo evidente: la postura de BRATTON (2004) dificulta las reestructuraciones de deuda soberana con todos los acreedores distintos a los organismos multilaterales de crédito.<sup>21</sup>

---

20 “The narrow interpretation, which accords with the mainstream market understanding of the clause, does not normally give rise to problems: the clause is treated as boilerplate because sovereigns very rarely change the ranking of their obligations by specific statutes” (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012).

21 “By increasing holdout leverage, by creating incentives for holdouts to pursue windfall profits at the expense of exchange offer participants, and by discouraging exchange offer participation for fear that holdouts will be able to interrupt the payment of restructured debt, the decision will inevitably render future restructurings of sovereign debt more difficult [...]. Mexico believes that the Second Circuit’s decision will render the orderly restructuring of sovereign debt much more difficult by increasing holdout leverage and discouraging exchange offer participation. Bondholders will be understandably concerned that holdout creditors may be able to disrupt the flow of payments on restructured debt, or believe that, by holding out, they might be able to obtain a significant premium over the amount to be received by a tendering bondholder”, (ESTADOS UNIDOS MEXICANOS, 2013). Recordemos que México es el primer Estado nacional en haber emitido bonos soberanos con CACs en el siglo XXI.

## V. La cláusula *pari passu* en el caso "NML Capital, Ltd. c. República Argentina"

En este apartado nos aproximaremos al tratamiento que tuvo la cláusula *pari passu* en el caso "NML Capital, Ltd. c. República Argentina", que todavía tramita ante la Corte del Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York a cargo del juez Thomas Poole Griesa. La competencia de esta corte se funda en la aceptación expresa que la Argentina hizo de aquella en el FAA, donde se disponía que (sección 22) (ARGENTINA: 1994):<sup>22</sup>

any action arising out of or based on the Securities or this Agreement by the holder of any Security may be instituted in any state or federal court in The City of New York, and [Argentina] expressly accepts the jurisdiction of any such court in respect of such action.

---

En este mismo sentido fue el *amicus curiae* presentado por la REPÚBLICA FRANCESA (2013): "France wishes to draw the Court's attention to the adverse consequences that the Court of Appeals' decision will have on the ability of sovereign debtors to engage in orderly and negotiated debt restructuring to prevent default when the sovereign's debt has been deemed unsustainable. The decision grants a veto right to holdout creditors over both a sovereign's voluntary restructuring and future payments on restructured obligations [...]. This balance [of interests between sovereign debtors and their creditors, sovereign lenders, bank lenders and bondholders] is disturbed by the powerful incentive that the injunctive remedy provides for hold-out creditors to forgo participation in voluntary restructuring and instead to enforce full payment of their debt against an already distressed sovereign debtor. The Court of Appeals' decision will inevitably lead to an increase in the number of hold-out creditors, including so-called "vulture funds," that will seek to leverage the Court of Appeals' decision in future restructurings. Other creditors, including sovereign and private sector lenders that would have otherwise participated in a restructuring may choose not to as long as any payment on the restructured debt could be conditioned on a ratable payment to the hold-out creditors. Consequently, such lenders may also be less willing to extend loans to sovereign debtors in the first place".

22 Iguualmente, el modelo de bonos del FAA disponía que: "[t]his Security shall be governed by and construed in accordance with the laws of the State of New York, except with respect to authorization and execution by the Republic [...]. The Republic has in the Fiscal Agency Agreement irrevocably submitted to the jurisdiction of any New York state or federal court sitting in the Borough of Manhattan, The City of New York and the courts of the Republic of Argentina (the "Specified Court") over any suit, action, or proceeding against it or its properties, assets or revenues with respect to the Securities of this Series or the Fiscal Agency Agreement (a "Related Proceeding"). The Republic has in the [FAA] waived any objection to Related Proceedings in such courts whether on the grounds of venue, residence or domicile or on the grounds that the Related Proceedings have been brought in an inconvenient forum. The Republic agrees that a final non-appealable judgment in any such Related Proceeding (the "Related Judgement") shall be conclusive and binding upon it and may be enforced in any Specified Court or in any other courts to the jurisdiction of which the Republic is or may be subject... by a suit upon such judgment.



Asimismo, en la cláusula 23, la Argentina sometió sus obligaciones al Derecho de ese Estado: “[t]his Agreement shall be governed by, and interpreted with accordance with, the laws of the State of New York” (*id.*).

En uno de los distintos juicios que los *holdouts* iniciaron contra la Argentina, NML Capital, Ltd. aplicó la misma estrategia que utilizara Elliott Associates, LP (otra subsidiaria del Elliot Management Corporation) contra Perú en el año 2000: solicitó el *specific performance*<sup>23</sup> de la cláusula *pari passu*. Así, en el día 07.12.2011, el juez Thomas Poole Griesa declaró que (USDCSDNY, 2011):

- a) la Argentina emitió bonos según el FAA, los cuales contenían una cláusula *pari passu* y una prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales del Estado de Nueva York;
- b) NML Capital tenía bonos emitidos bajo el FAA (los “NML Bonds”);
- c) la Argentina emitió bonos en sus canjes de 2005 y 2010, lo que implicó la creación de una nueva deuda externa [*insubordinated external indebtedness*], cuyas obligaciones había pagado hasta la fecha de la resolución;
- d) la Argentina había interrumpido los pagos por capital e intereses a NML Capital, Ltd. por sus bonos desde diciembre de 2001;<sup>24</sup> y NML Capital, Ltd. realizado distintas acciones para la satisfacción de sus créditos en *default*; y
- e) en el día 10.02.2005, la Argentina había sancionado la ley 26.017 (la “Ley Cerrojo”), que prohibía al Estado Nacional celebrar cualquier tipo de acuerdo judicial, extrajudicial o privado respecto de los bonos que podían participar en el canje 2005; y que en el día 9.12.2009 había sancionado la ley 26.547, que suspendió el efecto de la “Ley Cerrojo” durante el canje 2010 y prohibió al Estado Nacional ofrecerle un tratamiento mejor a los bonistas que accionaron contra la Argentina que el dado a los bonistas que no accionaron.

---

<sup>23</sup> El *specific performance* es una orden judicial que requiere a una parte realizar un acto específico, generalmente dispuesto en un contrato.

<sup>24</sup> Ver nota al pie 1.

A partir de los hechos declarados, el juez Thomas Poole Griesa resolvió (USDCSDNY, 2011):

[i]t is DECLARED, ADJUDGED, and DECREED that the Republic lowered the rank of NML's bonds in violation of Paragraph 1(c) of the FAA when it made payments currently due under the Exchange Bonds, while persisting in its refusal to satisfy its payment obligations currently due under NML's Bonds.

Esta violación se habría consumado porque la Argentina redujo la prioridad de pago de los NML Bonds a un estado de no-pagaderos (*non performing*) por: (a) el cumplimiento de sus obligaciones frente a los *holdins* y el incumplimiento respecto de los *holdouts* desde diciembre de 2001 (reducción de prioridad *de facto*); y (b) la sanción de las leyes 26.017 y 26.547 que así lo implicaban y otras manifestaciones oficiales sobre la voluntad de la Argentina de incumplir definitivamente sus obligaciones frente a los *holdouts* (reducción jurídica de prioridad).<sup>25</sup> De esta manera, el juez Griesa fue más allá de la dualidad de interpretación amplia-restringida, puesto que en ambos casos la infracción obligacional existía (ZAMOUR, 2013).<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> "[I]ndebted sovereign states rarely pass laws similar to the Lock Law [ley 26.017] changing the priority ranking of bond creditors. Insolvent states usually impose moratoriums by non-statutory declaration and state that they will not pay holdout creditors in a prospectus for the exchange without passing a mandatory law to this effect" (ALLEN & OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT, 2012). No obstante, la Argentina sostuvo al apelar la orden judicial declaratoria que "it has not violated the Equal Treatment Provision because it has not given the exchange bondholders a legally enforceable preference over the FAA Bonds in the event of default on the Exchange Bonds — even if it has favored the exchange bondholders by honoring their payment rights while violating plaintiffs'. Argentina contends that plaintiffs' bonds have always remained "direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic" with the same legal "rank" as any other debt — which is all the Equal Treatment Provision requires". Ver resolución de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de fecha 05.11.2012 (USCASC, 2012).

<sup>26</sup> Así, por ejemplo, los ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (2012) rechazaron que se hubiera violado la cláusula *pari passu* por la subordinación *de facto*, pero sí que la resultante de la sanción de las leyes 26.017 y 26.547: "[t]he settled understanding of *pari passu* clauses is that selective repayment does not violate the clause, even if it is the result of sovereign policy. This view has been expressed not only by the United States, but by academics, governmental bodies, and market participants—not merely the sources the panel characterized as "arguably biased" [...]. Finally, the panel's construction was unnecessary for its legal conclusion. Had the panel stopped at its determination that "even under Argentina's interpretation of the [*pari passu* clause] as preventing only 'legal subordination'..., the

Sin embargo, la Argentina negó la existencia de violación a la cláusula *pari passu*, puesto que: (a) la cláusula debía ser interpretada en el sentido de que sólo alcanza a la prohibición de subordinación legal en la prioridad de pago de unos deudas sobre otras; y (b) la Argentina no había otorgado a los *holdings* una preferencia exigible sobre los bonos emitidos bajo la FAA en un eventual caso de *default*. En consecuencia, las obligaciones con causa en los bonos bajo el FAA se habrían mantenido siempre “direct, unconditional, unsecured and unsubordinated”, con el mismo rango legal que cualquier otra deuda externa (USCASC, 2012). Esta argumentación fue rechazada por el tribunal de apelaciones con fundamento en declaraciones del Poder Ejecutivo Nacional y la sanción de las leyes 26.547 y 26.017, por lo que sostuvo la declaración del juez Griesa respecto al incumplimiento de la cláusula *pari passu*.

Sin embargo, la cuestión empeora drásticamente en el día 23.02.2012, cuando la Corte del Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York declara que NML Capital, Ltd. había sufrido un daño irreparable y no existía un remedio legal adecuado para sanear las violaciones al párrafo 1(c) de la FAA. El fundamento de esta declaración era que (USDCSDNY, 2012c):

- a) sin un remedio equitativo, NML Capital, Ltd. sufriría un daño irreparable porque Argentina había manifestado que no pagaría nunca a aquél las obligaciones contraídas bajo el FAA; y
- b) no había un remedio legal adecuado contra las violaciones de la cláusula *pari passu*, puesto que la Argentina había manifestado (e, inclusive, legislado) su voluntad de desafiar cualquier juicio de la corte de la Ciudad de Nueva York. Téngase por ejemplo en este sentido a las manifestaciones contenidas en los prospectos de canje correspondientes a las reestructuraciones de deuda de los años 2005 y 2010, donde se incluyeron declaraciones del tipo:<sup>27</sup>

---

Republic breached the Provision” through enactment of legislation such as the Lock Law, slip. op. 20, a measure that seems largely unique to Argentina, the far—reaching consequences of the ruling could have been avoided—and could to this extent be easily corrected upon panel rehearing or en banc review”.

<sup>27</sup> Estas expresiones se explican en la ausencia de CACs en los bonos que eran objeto de la propuesta de canje [*eligible securities*]. Dado que los eventuales *holdouts* no podrían ver modificado su derecho sin su consentimiento, estas leyendas (igual que las leyes 26.017 y 26.547) vienen a reforzar la *buena predisposición* de los bonistas a aceptar o asumir el riesgo de no cobrar nunca.

Eligible Securities [e.g. bonos regidos por el FAA] that are not tendered may remain in default indefinitely.

Eligible Securities not exchanged pursuant to the Offer will remain outstanding. Argentina has announced that it has no intention of resuming payments on any Eligible Securities that remain outstanding following the expiration of the Offer. Consequently, if you elect not to tender your Eligible Securities pursuant to the Offer there can be no assurance that you will receive any future payments in respect of your Eligible Securities.

- c) sin un remedio equitativo, la Argentina continuaría violando la cláusula *pari passu* con impunidad y, consecuentemente, sometiendo a NML Capital, Ltd. a más daño ("with impunity, thus subjecting NML to harm").
- d) el interés público en que se cumplan los contratos y el mantenimiento del Estado de Derecho se satisfarían por el dictado de una resolución equitativa, especialmente cuando los acreedores no tienen acceso a regímenes concursales para proteger sus intereses y dependen de las cortes para forzar el cumplimiento de los compromisos contractuales.

En consecuencia, el juez Griesa dispuso una *injunction* por la cual ordenó a la Argentina la siguiente manda (USDCSDNY, 2012c):

a. Whenever the Republic pays any amount due under terms of the bonds or other obligations issued pursuant to the Republic's 2005 or 2010 Exchange Offers, or any subsequent exchange of or substitution for the 2005 and 2010 Exchange Offers that may occur in the future (collectively, the "Exchange Bonds"), the Republic shall concurrently or in advance make a "Ratable Payment"... to NML.

b. Such "Ratable Payment" that the Republic is ORDERED to make to NML shall be an amount equal to the "Payment Percentage" (as defined below) multiplied by the total amount currently due to NML in respect of the bonds at issue in these cases..., including pre-judgment interest (the "NML Bonds").

c. Such “Payment Percentage” shall be the fraction calculated by dividing the amount actually paid or which the Republic intends to pay under the terms of the Exchange Bonds by the total amount then due under the terms of the Exchange Bonds.

Éste es el *ratable payment* al que refiriéramos cuando introdujimos la cláusula *pari passu* y al cual continuaremos aproximándonos a continuación.

## VI. La *injunction*, el *stay* y la cláusula *Right Upon Future Offers*

### A) *La injunction*

*The advantage of the pari passu process is that it is finally, after all these years, yielded a mechanism to compel the Republic to pay the plaintiffs who are supposed to be paid.*

— Thomas P. Griesa, juez *senior* de la Corte del Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York<sup>28</sup>

La *injunction* del juez Griesa es el primer caso en la Ciudad de Nueva York en el que se deriva el *ratable payment* de la cláusula *pari passu* tal como fuera admitido por la corte de Bruselas en el caso “Elliott Associates, L.P. c. República de Perú” (2000). Su importancia radica en las implicancias que aquélla podría tener en las reestructuraciones de deuda soberana (fundamentalmente las que no parten de bonos que incluyan CACs), para las cuales es fundamental la posibilidad de reiniciar el pago de los bonos a los *holdins* en detrimento de los *holdouts*; por el contrario, el *ratable payment* imposibilita esta regularización selectiva de los pagos (ZAMOUR, 2013: 56).

En el caso “NML Capital, Ltd. c. República Argentina”, el *ratable payment* implica que cada vez que la Argentina fuera a pagar alguna suma a los *holdins*, previa o concurrentemente, debería pagar a NML Capital, Ltd. un monto equivalente a la multiplicación de: (a) el porcentaje de la suma a pagarse dividida sobre la suma exigible, por

---

<sup>28</sup> USDCSDNY (2014c).

(b) el total de la deuda debida a NML Capital, Ltd., que es totalmente exigible por la aceleración de los bonos.<sup>29</sup>

La resolución también previó una manda anti-evasión por la prohibición a la Argentina de realizar actos tendientes a evitar los efectos de la resolución:

4. The Republic is permanently PROHIBITED from taking action to evade the directives of this ORDER, render it ineffective, or to take any steps to diminish the Court's ability to supervise compliance with the ORDER, including, but not limited to, altering or amending the processes or specific transfer mechanisms by which it makes payments on the Exchange Bonds, without obtaining prior approval of the Court.

Asimismo, la *injunction* generó otras obligaciones más, las cuales inclusive se extienden a otros terceros que no son parte del proceso, pero que ocupan un lugar relevante en el sistema de pago de las obligaciones correspondientes a los bonos canjeados en las reestructuraciones de 2005 y 2010. Respecto de ellos, el juez Griesa dispuso que:

e. Within three (3) days of the issuance of this ORDER, the Republic shall provide copies of this ORDER to all participants in the payment process of the Exchange Bonds ("Participants"). Such Participants shall be bound by the terms of this ORDER... and prohibited from aiding and abetting any violation of this ORDER, including any further violation by the Republic of its obligation under Paragraph 1(c) of the FAA, such as any effort to make payments under the terms of the Exchange Bonds without also concurrently or in advance making a Ratable Payment to NML.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Así, por ejemplo, si la Argentina fuera a pagar el 30% de un vencimiento de deuda anticipada o concurrentemente debería también pagarle a NML Capital, Ltd. el 30% del total de su deuda. Dado que los créditos de NML Capital, Ltd. están acelerados, en términos absolutos el pago que le correspondería sería siempre mucho más significativo que el de los *holdins*.

<sup>30</sup> Texto según resolución de fecha 21.11.2012 ("Amended February 23, 2012 Order"), (USDCSDNY, 2012a).

La Argentina, obviamente, apeló con fundamento en que:

- a) la *injunction* viola la *Foreign State Immunities Act* (“FSIA”) al ordenar el pago a los *holdouts* con propiedad protegida por inmunidad y situada fuera de los EUA;<sup>31</sup>
- b) los activos objeto de la *injunction* —una vez realizado el pago por la Argentina— no son más su propiedad, sino mantenidos en fideicomiso para su distribución entre los *holdins*<sup>32</sup> y, bajo la ley de Nueva York, no serían alcanzables por los acreedores;
- c) dado que el único daño sufrido por los *holdouts* es dinerario, no puede sostenerse que sea irreparable; y
- d) dada la dificultad de realizar el canje de deuda, el daño causado a la Argentina es mucho mayor que el sufrido por los *holdouts*, que adquirieron los bonos en *default* (o con poca antelación a éste) y con perfecto conocimiento de las dificultades de cobrar.<sup>33</sup>

Como señaláramos anteriormente, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito rechazó la apelación, puesto que:

- a) la *injunction* no ordena el embargo de (o el pago con) propiedad protegida por inmunidad, sino que requiere el cumplimiento por la Argentina de lo dispuesto

<sup>31</sup> En su *amicus curiae* ante la SCUS a favor de la petición Argentina de *writ of certiorari* (25.03.2013), los ESTADOS UNIDOS MEXICANOS (2013) sostuvieron este mismo argumento: “[t]he decision also vitiates the fundamental principle of U.S. law that injunctive remedies are not available to force payment of defaulted debt, or to prohibit payment of valid restructured debt. This general rule is of even greater significance when an injunction targets a sovereign’s immune property outside the United States. For all of the reasons set forth below, the decision of the Court of Appeals can be seen as imperiling Mexico’s interests as a sovereign issuer of debt, and merits review”.

<sup>32</sup> En sentido estricto, lo que señala la Argentina en este punto es cierto. A diferencia del modelo del FAA —donde el *fiscal agent* era un agente de la Argentina—, los prospectos de emisión de las reestructuraciones de 2005 y 2010 están contruidos como *trust indenture agreements*, por el cual los *trustees* (The Bank of New York Mellon) representan los intereses de los bonistas, a quienes les debe obligaciones de fideicomisario colectivamente (LIU, 2002).

<sup>33</sup> Igualmente, los ESTADOS UNIDOS MEXICANOS (2013) sostuvieron que estas resoluciones: “[u]nfairly give preferential treatment to the holdouts at the expense of the exchange bondholders, including the Exchange Bondholder Group, by threatening interruption of payments on their debt. And... they threaten the public interest and make orderly restructuring of sovereign debt more difficult by creating perverse incentives that will encourage holdouts and discourage exchange offer participation”.

en la cláusula *pari passu*, lo que no implica que deba pagar a los bonistas ni afectar sus reservas fiscales a ningún destino específico, por lo cual no violaría la FSIA;<sup>34</sup>

- b) la indemnización de los daños pecuniarios no sería remedio suficiente porque la Argentina incumpliría la sentencia, como lo habría anticipado en distintas manifestaciones oficiales; y
- c) a futuro no habría problemas para reestructurar deudas soberanas, porque la mayoría de las ofertas públicas de bonos soberanos incluyen CACs, las cuales limitarían el poder de bloqueo de minorías como los *holdouts*.<sup>35-36</sup>

En consecuencia, la *injunction* bloqueó el circuito de pago de los *holdins*, cuyos intermediarios —a diferencia de la Argentina— carecen de todo tipo de inmunidad, pero tienen intereses económicos colosales en operar normalmente en Nueva York y evitar las consecuencias de una fútil violación de una manda judicial de sus tribunales. Así, por ejemplo, ha procedido el Bank of New York Mellon, que dejó de cumplir sus obligaciones respecto a los *holdins*.

---

<sup>34</sup> En contra de esta interpretación, los ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (2012) que: "[t]hat formalistic interpretation would permit courts to "eviscerate [the FSIA's] protections merely by denominating their restraints as injunctions against the... use of property rather than as attachments of that property."... "[T]he principle behind the prohibition against attachments should apply broadly," *Stephens v. Nat'l Distillers & Chem. Corp.*, 69 F.3d 1226, 1230 (2d Cir. 1996), particularly as Congress enacted the FSIA against a background practice in which sovereign property was absolutely immune [...]. That Argentina's dominion over its property was constrained is demonstrated by the panel's own logic. The Court stated that Argentina could comply with the injunction by paying "all amounts owed to its exchange bondholders" and all to the holdouts, or by making partial payments to both [...]; but in each case Argentina would be compelled to use sovereign funds in a particular way. Similarly, if Argentina decides not to pay the holdouts, it is constrained in its use of funds with which it would pay the exchange bondholders. Either way, Argentina is compelled to do something in particular with its immune property".

<sup>35</sup> En sentido contrario, los ESTADOS UNIDOS MEXICANOS (2013) sostuvieron en su *amicus curiae* que: "[n]one of those CACs provide for cross-series aggregation, and thus leave a restructuring of this debt vulnerable to holdout disruption. In addition, debt issued without CACs before 2003 will remain outstanding for years to come [...]. Moreover, even if a new generation of CACs with more robust aggregation mechanisms were adopted tomorrow, the extended maturity profile of sovereign debt means that the Second Circuit's decision is likely to haunt any effort to restructure a country's external debt for the foreseeable future".

<sup>36</sup> Cfr. resolución de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito sobre la apelación de la Argentina contra la orden declaratoria de la violación de la cláusula *pari passu* y la disposición de la *injunction* (CGS&H, 2012).



## B) *El stay*

A pesar de que la *injunction* fue ordenada en el día 23.02.2012, Argentina no dejó de cumplir sus obligaciones con los *holdins* sino bastante después (30.07.2014).<sup>37</sup> Esto se debe a que la Argentina apeló la orden declaratoria y la *injunction*, y sus efectos fueron suspendidos en 05.03.2012 por un *stay* hasta que la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York resolviera la controversia (USDCSDNY, 2012b). Ante la petición de la Argentina de un *writ of certiorari* por la Suprema Corte (“SCUS”), el tribunal de alzada resolvió en 23.08.2013: (a) confirmar la resolución de la primera instancia; y (b) mantener el *stay* de la *injunction* hasta la resolución del máximo tribunal de los EUA (USCASC, 2013). Finalmente, en 16.06.2014, la SCUS resolvió denegar el *writ of certiorari* (USSC, 2014). En ese mismo día, la Presidente Cristina Elisabet Fernández de Kirchner anunció por cadena nacional que ejecutaría un plan por el cual se cambiaría el lugar de pago de la deuda de los *holdins*, a fin de evitar la jurisdicción del Estado de Nueva York (este intento fue la ley 26.984 — conocida como la “Ley de Pago Soberano”).<sup>38</sup>

Una vez denegado el *writ of certiorari*, la corte de apelaciones dispuso el levantamiento del *stay* en 18.06.2014 (USCASC, 2014),<sup>39</sup> lo que colocó a la Argentina en una situación incómoda porque:<sup>40</sup>

---

37 Ver las referencias a la necesidad del *stay* en la conferencia de prensa del Ministro de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Axel Kicillof tras el fracaso de las negociaciones en Nueva York con los acreedores, auspiciadas por *Special Master* Daniel Pollack en (30.07.2014) [<https://www.youtube.com/watch?v=Xy0ZeURrI50j>].

38 Cfr. cadena nacional de la Presidente de la Nación Cristina Elisabet FERNÁNDEZ DE KIRCHNER, consultada en [[http://www.youtube.com/watch?v=\\_b\\_2GbiWdTUj](http://www.youtube.com/watch?v=_b_2GbiWdTUj)] el 25.12.2014.

39 Sin embargo, como se señalara anteriormente, el levantamiento del *stay* no implicó la entrada automática en *default*, puesto que el siguiente vencimiento de deuda acaecía en el día 30.06.2014 y el del plazo de gracia de treinta días en el día 30.07.2014. Y así se explica la fecha de la conferencia de prensa referida del Ministro de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Axel Kicillof.

40 Expuesto en las palabras de Carmine D. Boccuzzi, uno de los abogados del estudio Clearly Gottlieb Steen & Hamilton, LLP (representantes de la Argentina): “[t]he Second Circuit’s decision requires Argentina, when it makes an interest payment on restructured debt, to pay full principal and interest to all holders of defaulted debt. The Republic cannot afford to do this, nor can it pay some creditors in full and not others. The total amount due to holdouts from the Republic’s debt restructuring exceeds half the country’s reserves. No country could pay half of its reserves, and Argentina cannot afford to be left without the means to manage its currency or handle the rest of its economy, including meeting the needs of its citizenry. Nor can Argentina ignore the Rights Upon Future Offers clause (the “RUFO” clause) governing its New York-law restructured debt, which expires on December 31, 2014, as it could

1. por la *injunction*, el cumplimiento de los pagos por vencimientos de deuda de los *holdings* requeriría cumplir anticipada o concurrentemente con el *ratable payment* a favor de los *holdouts*;
2. la situación de máxima para la Argentina —el *default* definitivo de la deuda ante los *holdouts*— se deshizo, porque la *injunction* obstaculiza permanente el pago de todos los *holdings*;
3. por la interpretación que propiciaba la Argentina de las cláusulas *Rights Upon Future Offers* ("RUFO") de los bonos emitidos en los canjes, y por aplicación de las leyes 26.017 y 26.547, no podía acordar condiciones mejores que las resultantes de los canjes de 2005 y 2010 con los *holdouts*;
4. la incursión de la Argentina en *default* dificultaba la posibilidad de acceder al crédito del mercado financiero internacional occidental, a pesar de los intentos antecedentes de lograr mejores condiciones (*e.g.* arreglo con el Club de París, con REPSOL, con quienes iniciaron reclamos ante el CIADI); y
5. al mismo tiempo, el escenario de mínima de los *holdouts* mejoró significativamente, puesto que, para destrabar esta situación, la Argentina debía acordar con ellos.

En este escenario, la oferta de la Argentina en los términos del canje 2010 para los *holdouts*, una vez condenada y con el *stay* caído era negocialmente insostenible. Así, la Argentina y los *holdouts* no acordaron cómo cumplir la condena de la primera, y en 30.07.2014 expiró el plazo de gracia de treinta días previsto en los prospectos de los canjes como antecedente a la incursión en *default*.<sup>41</sup>

---

give rise to litigation in other jurisdictions that could destroy the successful restructuring of 92% of the Republic's defaulted debt... Argentina is also subject, as a sovereign nation, to its own Constitutional processes and the laws concerning debt restructuring enacted by its Congress". Ver nota dirigida al juez Griesa en fecha 23.06.2014 con el objeto de solicitar un nuevo *stay* a la *injunction* que aplica el *ratable payment* para negociar con los *holdouts* (CGS&H, 2014).

<sup>41</sup> Asimismo, interesa apuntar que el pago que el primer pago que hizo la Argentina tras la caída del *stay* fue por depósito a una cuenta del Bank of New York Mellon en Buenos Aires en 26.06.2014 (cfr. [<https://www.youtube.com/watch?v=paBVUBLf628>], consultado el 23.12.2014) y que dichos fondos nunca fueron transferidos a los bonistas por aplicación de la orden del juez Griesa (USDCSDNY, 2014b).

### C) La cláusula Right Upon Future Offers

De los factores referidos, el más comentado en su momento por los funcionarios del Estado Nacional y los medios de comunicación masiva fue la cláusula RUFO. El texto de dicha cláusula en los prospectos de canje de 2005 y 2010 es el siguiente:<sup>42</sup>

if following the expiration of the Offer until December 31, 2014, Argentina voluntarily makes an offer to purchase or exchange or solicits consents to amend any Eligible Securities not tendered or accepted pursuant to the Offer, Argentina has agreed that it will take all steps necessary so that each holder of Pars, Discounts or Quasipars will have the right, for a period of at least 30 calendar days following the announcement of such offer, to exchange any of such holder's Pars, Discounts or Quasi-pars for the consideration in cash or in kind received in connection with such purchase or exchange offer or securities having terms substantially the same as those resulting from such amendment process, in each case in accordance with the terms and conditions of such purchases, exchange offer or amendment process.

Así, la cláusula RUFO implicaba a los *holdins* el derecho de adherir a cualquier oferta voluntaria de la Argentina realizada a los *holdouts* hasta el día 31.12.2014 que fuera mejor que la de los respectivos canjes. La interpretación predominante en los medios de comunicación masiva era que aquélla no aplicaba para un acuerdo de cumplimiento de condena, puesto que el cumplimiento de una sentencia no es voluntario, sino forzoso. Por el contrario, los funcionarios del Estado Nacional acusaban el riesgo de que se activara la cláusula RUFO y que la Argentina regresara a una situación similar a la anterior a los canjes de 2005, porque: (a) la Argentina, por su carácter de Estado soberano, tiene inmunidad de ejecución y no puede ser forzada al cumplimiento de obligaciones con activos no alcanzados por la jurisdicción de los EUA; y (b) por consiguiente, el cumplimiento de la condena implicaría poner *voluntariamente* a disposición de los *holdouts* activos que están fuera de su

---

<sup>42</sup> Cfr. prospecto suplementario emitido en fecha 27.12.2004 por la Argentina, correspondiente al canje 2005. El prospecto correspondiente al canje del 2010 contiene una disposición muy similar.

alcance y del de la justicia de la Estado de Nueva York, lo que implicaría una suerte de renuncia a aquella inmunidad.<sup>43</sup>

#### D) *Vida después del stay*

Argentina y los *holdouts* negociaron duramente (no cedieron en sus posiciones) y, la instancia —en el caso de que realmente haya existido— se rompió nuevamente. En consecuencia, se conformó un nuevo escenario: por un lado, se realizó el riesgo con el bloqueo del circuito de pago de la deuda reestructurada; pero, por otro, desapareció la incertidumbre de lo que sucedería en el día después. Este último dato no es menor, puesto que era parte sustantiva de la posición negocial de los *holdouts*, cuyos abogados sin embargo siguieron demostrado una inagotable creatividad para incomodar a la Argentina y sus funcionarios.<sup>44</sup>

Por su parte, el Estado Nacional escaló en su campaña discursiva doméstica y planteó la cuestión de los denominados "fondos buitres" en foros internacionales,<sup>45</sup> en los que logró consensos (G77 + China) sobre la necesidad de establecer normas internacionales para la reestructuración de deudas soberana y el carácter pernicioso de la actividad especulativa de los "fondos buitres".<sup>46</sup> Sin embargo, la creación de normas de Derecho

---

<sup>43</sup> Si bien la Argentina realizó distintas renunciaciones a su inmunidad soberana en los prospectos correspondientes a los canjes del 2005 y el 2010, ellas tenían su límite en las disposiciones de la FSIA.

<sup>44</sup> Así, por ejemplo, está el pedido de información respecto de 123 sociedades con domicilio legal en el Estado de Nevada, EUA, supuestamente relacionadas con una red de lavado de dinero proveniente de la corrupción gubernamental de la familia presidencial. En el día 11.08.2014, el juez que conoció en la petición hizo lugar a aquella (USDCCDN, 2014).

<sup>45</sup> Cfr. (a) discurso del Ministro de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Axel KICILLOF ante el G77 + China en la Organización de las Naciones Unidas (25.06.2014), presentando el caso argentino sobre la reestructuración de la deuda, consultado en [<https://www.youtube.com/watch?v=inCaolcBtIlg>], el 28.12.2014; (b) discurso del Ministro de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Axel KICILLOF ante el plenario de la Organización de Estados Americanos (03.07.2014), consultado en [[https://www.youtube.com/watch?v=9ReZ4H3\\_a-g](https://www.youtube.com/watch?v=9ReZ4H3_a-g)] el 28.12.2014.

<sup>46</sup> Ver (a) resolución 68/304 de la Asamblea General de la Organización de las Naciones Unidas ("ONU") (09.09.2014) (ONU, 2014b); (b) resolución 27/30 del Consejo de Derechos Humanos de la ONU el 24.12.2014 (ONU, 2014a); y (c) el apoyo de la Organización de los Estados Americanos, con la abstención de los EUA, en el Consejo Permanente (CP/res. 1031 [1974/2014] del 30.06.2014) y en la reunión de consulta de ministros de relaciones exteriores del 03.07.2014.

En este sentido, interesa referir que con anterioridad ya existía una suerte de debate entre el proyecto del FMI de establecer un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism — SDRM*) (IMF, 2002; STIGLITZ, 2014) y el impulso dado a las CACs por los

Internacional Público con carácter general en esta materia es algo complejo e improbable, atento a que países como EUA, Reino Unido, Japón, Canadá, Australia e Israel se oponen a estas iniciativas.

En el contexto interno, el Estado Nacional:

- a) aplicó presión y sanciones a sucursales o representaciones de las entidades financieras que impedían (en cumplimiento de la *injunction*) el pago a los *holdins* (e.g. el Banco Central de la República Argentina revocó la licencia al Bank of New York Mellon (en adelante, “BoNY”) para operar localmente desde 26.08.2014, con fundamento en incumplimientos formales);<sup>47</sup>
- b) demandó a los EUA ante la Corte Internacional de Justicia por violación de su soberanía, aunque sin éxito dado que EUA no aceptó someterse a su competencia (RT, 2014); y
- c) sancionó la ley 26.984 sobre pago soberano y reestructuración de deuda, cuyo texto —de técnica dudosa— tiene por efectos principales:
  - i. declarar el interés público de los canjes 2005 y 2010, a fin de consolidar legislativamente la doctrina de la Corte Suprema de Justicia de la Nación en “Claren Corporation s/ exequatur” (06.03.2014) y evitar la ejecución de sentencias que condenen a la Argentina a pagar deudas de los *holdouts*.<sup>48</sup>
  - ii. autorizar al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas la remoción del BoNY como agente fiduciario de los *holdins* y designar en su reemplazo a

---

EUA (SCOTT, 2006). No se debe perder de vista que en el primero de los modelos el lugar de la voluntad de las partes es menor, mientras que en el segundo los votos necesarios serían adquiribles por la comercialización de los bonos en el mercado secundario.

<sup>47</sup> Ver resolución 437/2014 del Banco Central de la República Argentina de fecha 25.08.2014. Según la Sección 5.8 del *indenture trust agreement* con el Bank of New York Mellon, la falta de representantes locales implicaría que éste ya no es capaz de operar como el *trustee* del circuito de pago a los bonistas (USDCSDNY, 2014).

<sup>48</sup> Cfr. [[www.csjn.gov.ar/confal/ConsultaCompletaFallos.do?method=verDocumentos&id=709320](http://www.csjn.gov.ar/confal/ConsultaCompletaFallos.do?method=verDocumentos&id=709320)], consultado en 23.12.2014. Este criterio sería posteriormente seguido por la Corte Suprema de Justicia de la Nación en “Crostelli, Fernando y otros c/ EN — M° Economía (arts. 517/518 CPCC exeqátur) (BNNY) s/ varios” (11.11.2014).

Nación Fideicomisos S.A., para *recuperar* la jurisdicción extranjera que hubiera sido prorrogada en la FAA y en los canjes 2005 y 2010.

- iii. posibilitar a los *holdins* que (1) tuvieran bonos regidos por legislación y jurisdicción extranjera, y (2) a los que vieran obstado el pago como consecuencia de la *injunction*, que puedan canjear sus títulos por otros con iguales términos y condiciones financieros e igual valor nominal, regidos por legislación y jurisdicción de la República Francesa.

A pesar del tiempo transcurrido, esta manifestación de la voluntad de pago de la Argentina que es ley 26.984 ha servido para poco más que violar flagrantemente la manda anti-evasión de la *injunction*, puesto que (USDCSDNY, 2014a):

1. el Poder Ejecutivo Nacional no firmó el decreto para dar de baja el contrato con el Bank Of New York Mellon, sino que apenas publicó solicitadas en los medios de comunicación de EUA para que *renuncie*;
2. Carmine Boccuzzi —abogado de Cleary Göttslieb Steen & Hamilton, LLP y representante de la Argentina— sostuvo que no había desacato en la audiencia de fecha 29.09.2014, porque el pagador de la Argentina [a pesar de haberse iniciado la actividad de Nación Fideicomisos S.A.] seguía siendo el BoNY:

[t]he Bank of New York has responded to the legal notice and they've informed the Republic of Argentina that they, in their view, are still the trustee and they will continue to perform all of its obligations under the indenture and governing law. And so in doing so cannot risk contempt by defying the plain import of the injunctions.

En consecuencia, pese a ser cierto que, estrictamente, el BoNY sigue siendo el *trustee* en EUA, la sanción de la ley dio los últimos argumentos para que NML Capital, Ltd. pidiera el desacato de la Argentina; y que el juez Griesa lo concediera en el día 29.09.2014 (USDCSDNY, 2014a).

## VII. Corolario

La Argentina contuvo con un relativo éxito a los *holdouts* durante casi una década con una defensa de bloqueo que impedía el cumplimiento de las condenas en su contra. Por

un lado, se resguardó en la inmunidad de ejecución inherente a su carácter de Estado soberano y, por otro, procuró cuidadosamente que fueran escasos los activos embargables en el exterior. Así, el Estado Nacional cumplió sus obligaciones según los prospectos de su reestructuración de deuda pública externa de 2005-2010.

A partir de la declaración de la violación de la cláusula *pari passu*, las órdenes judiciales resueltas para su *specific performance* (Sección V) y la entrada en efectividad de éstas (Sección VI), este escenario se redefinió drásticamente: los *holdouts* siguen sin cobrar sus créditos y buscando activos embargables en el exterior, pero la Argentina ya no puede cumplir sus obligaciones con los *holdins*.

Entre estos dos mundos hay un fatal abismo de seis líneas y su interpretación (Sección III y Sección IV). La Argentina tiene razón al acusar que la cláusula *pari passu* ha sido drásticamente invertida por la justicia de los EUA; y, probablemente, ésta resignificación interpretativa sea deliberada para forzar el cumplimiento de una condena que de otra manera sería imposible.

Lamentablemente, algunas respuestas de la Argentina contra las contingencias impuestas han sido inefectivas. Tales como la “Ley Cerrojo” (después de la experiencia de “Elliott Associates c. República de Perú”), y la Ley de Pago Soberano (inmediatamente después de la denegación del *writ of certiorari*). Sin embargo, no podemos dejar de advertir que ello ha sido indiferente para la configuración del escenario actual, a la que habríamos arribado de todos modos.

Hoy, cabría preguntarse qué ha sido de quienes proyectaron, supervisaron y ejecutaron la cláusula *estándar* en 1994, esa que adolece de una ambigüedad inexplicable para un contrato destinado a regir relaciones jurídicas que se miden en cientos de miles de millones de dólares.

Es así que decidimos cerrar este artículo con una cita de hace 500 años, pero cuya vigencia no podría ser más perfecta (MAQUIAVELO, 1998: 71):

[los] príncipes, no solamente han de cuidar los desórdenes presentes, sino también los futuros, tratando de impedirlos con toda su habilidad. Porque, previéndolos antes, es fácil remediarlos. En cambio, si se espera a tenerlos encima, la

medicina no llegará a tiempo, porque la enfermedad se ha vuelto incurable. Ocurre aquí entonces lo que dicen los médicos de la tisis que, al principio del mal, es fácil de curar y difícil de reconocer pero que, con el avanzar del tiempo, de no haber sido diagnosticada y medicada desde el principio, se vuelve fácil de conocer y difícil de curar. Algo semejante ocurre con los asuntos de estado; si se conocen con anticipación (y esto sólo es dado a una persona prudente), los males que nacen en él se curan rápido. Pero si no se los reconoce y se los deja crecer de tal modo que todos los conocen, ya no hay remedio posible.

## **Bibliografía**

ALLEN Y OVERY LAW INTELLIGENCE UNIT (2012) *The pari passu clause and the Argentine case*, consultado en [[www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/The%20pari%20passu%20clause%20and%20the%20Argentine%20case.pdf](http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/The%20pari%20passu%20clause%20and%20the%20Argentine%20case.pdf)] el 27.10.2014.

REPÚBLICA ARGENTINA (ARGENTINA) (1994) *Fiscal Agency Agreement*. Consultado en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/FiscalAgencyAgreementOct191994.pdf>] el 17.12.2014.

BANCO MUNDIAL (1984) *Economic Memorandum on Argentina*, consultado en [<http://documents.worldbank.org/curated/en/1984/06/741593/argentina-economic-memorandum>] el 29.12.2014.

BARBEITO, A. (2001) "El blindaje que no fue. O la decisión de gestionar la fase agónica del modelo económico", en *Realidad Económica*, número 178. Consultado en [<http://www.iade.org.ar/modules/noticias/article.php?storyid=360>] el 04.01.2015.

BASUALDO, E., NAHÓN, C., y NOCHTEFF, H. (2005) *Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina: la década del noventa, antes y después*. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO), Buenos Aires.

BLACKMAN, J., y MUKHI, R. (2010) "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna", en *Law and Contemporary Problems*, volumen 73, pp. 47-61. Consultado en [<http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1586&context=lcp>] el 25.12.2014.



BRATTON, W. (2004) “Pari Passu and A Distressed Sovereign’s Rational Choices”, en *Emory Law Journal*, volumen 53, pp. 823-68. Consultado en [[scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1052&context=facpub](http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1052&context=facpub)] el 25.12.2014.

BUCHHEIT, L. (1991) “The Pari Passu Clause Sub Specie Aeternitatis”, en *International Financial Law Review* número 10, p. 11. Citado en ZAMOUR, R. (2013) “NML v. Argentina and the Ratable Payment. Interpretation of the Pari Passu Clause”, en *The Yale Journal of International Law Online*, volumen 38, pp. 55-66. Consultado en [[https://www.google.com/url?sa=tyrct=jyq=yesrc=sysource=webycd=2ycad=rjayuact=8yv ed=0CCUQFjABYurl=http%3A%2F%2Fwww.yjil.org%2Fdocs%2Fpub%2Fo-38-zamour-nml-v-argentina.pdf&ei=AZWcVKa9CoykgwTxn4TACwyusg=AFQjCNElowJFygmfmqOcjxg\\_mL5OZldOAYSig2=MxPBdHfV0xP9rHrTVkZ07wAybvm=bv.82001339,d.eXY](https://www.google.com/url?sa=tyrct=jyq=yesrc=sysource=webycd=2ycad=rjayuact=8yv ed=0CCUQFjABYurl=http%3A%2F%2Fwww.yjil.org%2Fdocs%2Fpub%2Fo-38-zamour-nml-v-argentina.pdf&ei=AZWcVKa9CoykgwTxn4TACwyusg=AFQjCNElowJFygmfmqOcjxg_mL5OZldOAYSig2=MxPBdHfV0xP9rHrTVkZ07wAybvm=bv.82001339,d.eXY)] el 25.12.2014.

BUCHHEIT, L., y PAM, J. (2004) “The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, en *Emory Law Journal*, volumen 53, pp. 869-922. Consultado en [[http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L\\_Buchheit-%28Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal%29.pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L_Buchheit-%28Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal%29.pdf)] el 25.12.2014.

CALCAGNO, A., y CALCAGNO, E. (2000) “La deuda externa, un proyecto político”, en *Le Monde Diplomatique: Edición Cono Sur*, número 12, pp. 4-5. Consultado [<http://www.insumisos.com/diplo/NODE/2205.HTM>] el 28.12.2014.

CLEARLY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP (CGS&H) (2014) “NML Capital, Ltd. v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, carta al juez Griesa de los abogados de la República Argentina de fecha 23.06.2014, consultada en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg83-2014-06-23-Cleary-Letter.pdf>] el 17.12.2014

— (2012) “NML Capital, Ltd. v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, carta al juez Griesa de los abogados de la República Argentina de fecha 05.11.2012, consultada en [[www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ClearyLetter110512.pdf](http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ClearyLetter110512.pdf)] el 17.12.2014

COHEN, R. (2011). “Sometimes a Cigar Is Just a Cigar: The Simple Story of Pari Passu”. *Hofstra Law Review*, volumen 40, número 11, pp. 11-23. Consultado en [[hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/09/BB.2.Cohen\\_final\\_.pdf](http://hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/09/BB.2.Cohen_final_.pdf)] el 25.12.2014.

DAMILL, M., FRENKEL, R., y RAPETTI, M. (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, en *Desarrollo económico*, volumen 45, número 178, septiembre 2005, pp. 187-233. Consultado en [[http://policydialogue.org/files/events/Damill\\_Frenkel\\_Rapetti\\_La\\_Deuda.pdf](http://policydialogue.org/files/events/Damill_Frenkel_Rapetti_La_Deuda.pdf)] el 27.12.2014.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (2012) *Brief for the United States of America as amicus curiae in support of the Republic of Argentina’s petition for panel rehearing and rehearing en banc*.

Consultado en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/NMLCapitalvArgentina20121228BriefofUS.pdf>] el 18.12.2014

ESTADOS UNIDOS MEXICANOS (2014) *Prospectus. Debt Securities and Warrants* de fecha 10.11.2014. Disponible en [<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101368/000119312514405539/d816959d424b2.htm>].

— (2013) *Brief of the United Mexican States as amicus curiae in support of petitions for writs of certiorari*. Consultado en [[shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg47-Brief-of-the-United-Mexican-States-032513.PDF](http://shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg47-Brief-of-the-United-Mexican-States-032513.PDF)] el 18.12.2014.

FINANCIAL TIMES (FT) (a) *FTAlphaville*. Disponible en [[ftalphaville.ft.com/tag/argentina/](http://ftalphaville.ft.com/tag/argentina/)].

FOXLEY, A. (1988) *Experimentos neoliberales en América latina*. México DF, Fondo de cultura económica. Consultado en [[www.cieplan.org/biblioteca/detalle.tpl?id=125](http://www.cieplan.org/biblioteca/detalle.tpl?id=125)] el 28.12.2014.

GELPERN, A. (2013) *Sovereign Damage Control*. Washington DC, Peterson Institute for International Economics. Consultado en [<http://www.iie.com/publications/pb/pb13-12.pdf>] el 25.12.2014.

GULATI, G., y KLEE, K. (2001) "Sovereign Piracy". *The Business Lawyer*, volumen 56, pp. 635-651. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2070&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2070&context=faculty_scholarship)] el 25.12.2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2002) "The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Considerations". Legal and Policy Development and Review Departments. Consultado en [<http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.pdf>] el 23.12.2014

(2000) "IMF approves \$7.2 billion three-year Stand-By credit for Argentina", en *IMF Survey*, volumen 29, número 6 (2000). Disponible en [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2000/032000.pdf>].

KULFAS, M., y SCHORR, M. (2003) "Deuda externa y valorización financiera en la Argentina actual. Factores explicativos del crecimiento del endeudamiento externo y perspectivas ante el proceso de renegociación", en *Realidad Económica*, número 198, Buenos Aires, Instituto Argentino para el Desarrollo Económico, pp. 21-49. Consultado en [[http://legacy.flacso.org.ar/uploaded\\_files/Publicaciones/242\\_AEYT\\_Deuda.externa.y.valorizacion.financiera.en.la.Argentina.pdf](http://legacy.flacso.org.ar/uploaded_files/Publicaciones/242_AEYT_Deuda.externa.y.valorizacion.financiera.en.la.Argentina.pdf)] el 28.12.2014.

LINKLATERS (2012) *EU publishes mandatory Collective Action Clause for use in eurozone sovereign bonds from 1 January 2013*. Consultado en [<http://www.linklaters.com/>]

Insights/EU-publishes-mandatory-Collective-Action-clause-use-eurozone-sovereign-bonds-1january2013/Pages/Index.aspx] el 16.11.2014.

LIU, Y. (2002) *Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds*. Consultado en [https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf] el 23.12.2014.

LÓPEZ SANDOVAL, E. (2002) *Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott?*. Massachussets, Harvard Law School. Consultado en [http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap72u.pdf] el 25.12.2014.

LOWENFELD, A. (2000) *Declaration of Professor Andres F. Lowenfeld*. Consultado en [http://www.creditslips.org/files/lowenfeld-i.pdf] el 18.12.2014.

MAQUIAVELO, N. (1998) *El príncipe*. Barcelona, Océano Grupo Editorial S.A.

OLIVARES-CAMINAL, R. (2011) “The Pari Passu Interpretation in the Elliot Casa: a Brilliant Strategy but an Awful (Mid-Long Term) Outcome?”, en *Hofstra Law Review*, volumen 40, pp. 39-63. Consultado en [https://www.google.com/url?sa=tyrct=jyq=yesrc=sysource=webycd=1ycad=rjauyact=8yved=0CB8QFjAAyurl=http%3A%2F%2Fwww.hofstralawreview.org%2Fwp-content%2Fuploads%2F2013%2F02%2F40-1-Olivares-Caminal-Hofstra-Law-Review.pdfyei=q5ScVJSeH8X\_gwSktIDIDAyusg=AFQjCNEF11uYDjctv2z5CMmLv31MeKAXQysig2=fu3v\_9s0iE0qx-MEJg9XsQybvnm=bv.82001339,d.eXY] el 25.12.2014.

ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS, ASAMBLEA GENERAL (ONU) (2014a) “Consecuencias de la deuda externa y las obligaciones financieras internacionales conexas de los Estados para el pleno goce de todos los derechos humanos, sobre todo los derechos económicos, sociales y culturales: las actividades de los fondos buitres”, resolución aprobada por el Consejo de Derechos Humanos en fecha 03.10.2014. Disponible en [http://www.cetim.ch/blog/wp-content/uploads/G1418102.pdf].

— (2014b) “Resolution adopted by the General Assembly on 9 September 2014”. Consultada en [http://www.un.org/ga/search/view\_doc.asp?symbol=A/RES/68/304] el 24.12.2014

PALMER, F. (1989) *Company Law*, p. 198, en BUCHHEIT, L., y PAM, J. (2004) “The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, en *Emory Law Journal*, volumen 53, p. 895. Consultado en [http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L\_Buchheit-%28Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal%29.pdf] el 25.12.2014.

REPÚBLICA FRANCESA (2013) *Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of the Republic of Argentina's petition for a writ of certiorari*, consultada en

[[www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg48-Brief-for-Republic-of-France-as-Amicus-Curiae-in-Support-032514pdf.pdf](http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg48-Brief-for-Republic-of-France-as-Amicus-Curiae-in-Support-032514pdf.pdf)] el 18.12.2014.

RODRÍGUEZ, C. (1986) “La deuda externa argentina”, en *Económica*, volumen XXXII, número 2, julio-diciembre, La Plata, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de La Plata, pp. 261-96. Consultado en [[http://economica.econo.unlp.edu.ar/documentos/20090318024825PM\\_Economica\\_336.pdf](http://economica.econo.unlp.edu.ar/documentos/20090318024825PM_Economica_336.pdf)] el 26.12.2014.

TV-NOVOSTI (RT) (2014) “US refuses to recognize UN court jurisdiction on Argentina’s debt”, en *RT.com*. Disponible en [<http://rt.com/news/179228-argentina-us-un-debt/>].

SCHVARZER, J. (1983) *Argentina, 1976-81: el endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera*. Buenos Aires, Centro de Investigaciones Sociales sobre el Estado y la Administración. Consultado en [[http://www.jorgeschvarzer.com.ar/info/pdf\\_web/1983/el-endeudamiento-externo-como-pivote-de-la-especulacion-financiera.pdf](http://www.jorgeschvarzer.com.ar/info/pdf_web/1983/el-endeudamiento-externo-como-pivote-de-la-especulacion-financiera.pdf)] el 28.12.2014.

SCOTT, H. (2006) *Sovereign Debt Default: Cry for the United States, not Argentina*, consultado en [[https://www.google.com/url?sa=tyrct=jyq=yesrc=sysource=webycd=1ycad=rjayuact=8yved=0CB8QFjAAyurl=http%3A%2F%2Fwww.wlf.org%2Fupload%2FScott%2520WP%2520Final.pdf&ei=sZScVrHJcvkkgSfulSYDgyusg=AFQjCNEQzZL60uibSQo-I8A\\_KVcn7MjElwy sig2=EAdcuahazAVVxxjKh0bfYQybvbm=bv.82001339,d.eXY](https://www.google.com/url?sa=tyrct=jyq=yesrc=sysource=webycd=1ycad=rjayuact=8yved=0CB8QFjAAyurl=http%3A%2F%2Fwww.wlf.org%2Fupload%2FScott%2520WP%2520Final.pdf&ei=sZScVrHJcvkkgSfulSYDgyusg=AFQjCNEQzZL60uibSQo-I8A_KVcn7MjElwy sig2=EAdcuahazAVVxxjKh0bfYQybvbm=bv.82001339,d.eXY)] el 25.12.2014.

STIGLITZ, J. (2014) “A Global System Is Needed for Debt Restructuring”, en *New York Times* del 01.08.2014. Consultado en [[nytimes.com/roomfordebate/2014/08/01/the-justice-of-argentinas-default/a-global-system-is-needed-for-debt-restructuring](http://nytimes.com/roomfordebate/2014/08/01/the-justice-of-argentinas-default/a-global-system-is-needed-for-debt-restructuring)] el 28.12.2014.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT (USCASC) (2014) “NML Capital, Ltd., *et al.*, v the Republic of Argetina”, caso 12-105(L) y otros, resolución de fecha 18.06.2014. Disponible en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg78-1056-061814.pdf>].

— (2012) “NML Capital, Ltd., *et al.*, v the Republic of Argetina”, caso 12-105(L) y otros, resolución de fecha 26.10.2012. Consultado en [[shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/secondcircuitdecision110512.pdf](http://shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/secondcircuitdecision110512.pdf)] el 18.12.2014.

UNITED STATES DISTRICT COURT DISTRICT OF NEVADA (USDCDN, 2014) “NML Capital, Ltd. vs. the Republic of Argentina”, caso 2:14 Civ. 492, resolución de fecha 11.08.2014. Consultado en [<http://factcheckargentina.org/wp-content/uploads/2014/08/NML-v.-Argentina-Order-Granting-Motion-to-Compel.pdf>] el 26.12.2014

UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK (USDCSDNY) (2011) “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, resolución de fecha 07.12.2011.

Disponible en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ArgCourtOrderholdingArgentinainbreachofparipassuclauseNMLCapitalvArgentina12711.pdf>].

— (2012a) “NML Capital, Ltd. v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, resolución del 05.03.2012, consultado en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/Arg5Order112112.pdf>].

— (2012b) “NML Capital, Ltd. v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, resolución del 05.03.2012, consultado en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ArgCourtOrderPursuanttoFRCPgrantingstayNMLCapitalvArgentina3512.pdf>], consultado el 18.12.2014.

— (2012c) “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, resolución de fecha 23.02.2012. Disponible en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ArgCourtOrderwithinjunctionNMLCapitalvArgentina22312.pdf>].

— (2014a) “NML Capital, Ltd., *et al.* v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, transcripción de audiencia de fecha 29.09.2014, consultada en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg180-093014-e9t9repc.pdf>], el 25.12.2014.

— (2014b) “NML Capital, Ltd. v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, notificación de apelación de fecha 29.08.2014, consultado en [[shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg158-082914-doc-653.pdf](http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg158-082914-doc-653.pdf)] el 23.12.2014.

— (2014c) “NML Capital, Ltd., *et al.* v. the Republic of Argentina”, caso 08 Civ. 6978, transcripción de audiencia de fecha 18.06.2014, consultada en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg79-Transcript-of-061814-Hearing-NML-vs-Argentina.pdf>] el 24.12.2014.

UNITED STATES SUPREME COURT (USSC) (2014) “Order list: 573 U. S. Monday, June 16, 2014”, consultado en [[http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg76Order-List-061614zor\\_2b8e.pdf](http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg76Order-List-061614zor_2b8e.pdf)] el 23.12.2014.

ZAMOUR, R. (2013) “NML v. Argentina and the Ratable Payment. Interpretation of the Pari Passu Clause”, en *The Yale Journal of International Law Online*, volumen 38, pp. 55-66. Consultado en [[https://www.google.com/url?sa=tyrcr=jyq=yesrc=sysource=webycd=2ycad=rjauact=8yved=0CCUQFjABYurl=http%3A%2F%2Fwww.yjil.org%2Fdocs%2Fpub%2Fo-38-zamour-nml-v-argentina.pdf&ei=AZWcVKa9CoykgwTxn4TACwysug=AFQjCNElo wJFygmfq0cJxgJ\\_mL5OZIdOAYSig2=MxPBdHfV0xP9HrTVkZO7wAybvm=bv.82001339,d.eXY](https://www.google.com/url?sa=tyrcr=jyq=yesrc=sysource=webycd=2ycad=rjauact=8yved=0CCUQFjABYurl=http%3A%2F%2Fwww.yjil.org%2Fdocs%2Fpub%2Fo-38-zamour-nml-v-argentina.pdf&ei=AZWcVKa9CoykgwTxn4TACwysug=AFQjCNElo wJFygmfq0cJxgJ_mL5OZIdOAYSig2=MxPBdHfV0xP9HrTVkZO7wAybvm=bv.82001339,d.eXY)] el 25.12.2014.

**Nota:** La mayoría de las resoluciones judiciales fueron extraídas del sitio [<http://www.shearman.com/en/services/practices/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials>] del estudio Shearman & Sterling, LLP. Si alguno de los documentos no fuera accesible, los autores manifiestan su disposición de facilitar las copias de aquéllos que sean requeridas.