

## *NML CAPITAL VS. REPUBLICA DE ARGENTINA: UN ANALISIS ECONOMICO~JURIDICO DE LA CLAUSULA PARRI PASSU<sup>1</sup>*

Henok Birhanu Asmelash,\* Tobias A. Lehmann\*\* y Luis Montilla\*\*\*

---

**Resumen:** Este artículo analiza, desde una perspectiva de derecho y economía, la interpretación de la cláusula *pari passu* por el Tribunal de Circuito de Estados Unidos en el caso *NML capital vs. República de Argentina*. En su controversial sentencia, el Tribunal de Circuito sostuvo que la cláusula *pari passu* contenida en el Contrato de Agencia Financiera de Argentina de 1994, prohíbe a la República de pagar a sus acreedores reestructurados sin también pagar a los titulares de bonos disidentes. Basándose en la teoría de la elección racional como marco teórico subyacente, este artículo busca responder a la pregunta de si esta línea de interpretación es de interés público.

**Palabras Clave:** *Pari passu*, Reestructuración de la Deuda Soberana, Derecho y Economía, Argentina, NML Capital.

\* Candidato Doctoral en la Universidad Bocconi e Investigador Asociado en el Instituto Max Planck de Luxemburgo de Derecho Procesal Internacional, Europeo y Regulatorio.

\*\* Candidato Doctoral en la Universidad de St. Gallen y asistente de investigación de la Prof. Dr. Anne van Aaken, Cátedra de Derecho y Economía, Teoría Jurídica, Derecho Internacional Público y Derecho Europeo.

\*\*\* Candidato Doctoral en la Universidad de Hamburgo y Socio Marie Curie del Proyecto DISSETTLE en la Universidad de St. Gallen, Catedra en Derecho y Economía, Teoría Jurídica, Derecho Internacional Público y Derecho Europeo.

*Traducción de Daniela Samanta Aguirre Rosas*

---

### I. INTRODUCCION

El derecho internacional carece de mecanismos formales para enfrentar incumplimiento de los soberanos. En los casos de insolvencia, los Estados soberanos tienen que reestructurar sus deudas en coordinación con sus acreedores. A raíz de su incumplimiento en 2001, de más de \$ 95 mil millones de dólares en bonos, emitidos conforme al Contrato de Agencia Fiscal (“CAF”) de 1994, Argentina realizó dos rondas de reestructuración (en 2005 y 2010).

---

<sup>1</sup> Este artículo es realizado como parte del proyecto "Solución de Controversias en Comercio: Formación en Derecho y Economía (DISSETTLE), por Redes de Formación Inicial Marie Curie (ITN), financiado por el Séptimo Programa Marco de la UE, Acuerdo de Subvención No FP7-PEOPLE-2010 -ITN\_264633. Agradecemos los comentarios valiosos y constructivos del Prof. Dr. Anne Van Aaken y los revisores anónimos de esta Revista.

Mientras que casi el 93% de los tenedores de bonos participaron en el proceso y aceptaron las condiciones ofrecidas por Argentina, el 7% decidió rechazarlo. Algunos de estos tenedores disidentes interpusieron posteriormente una demanda en contra de Argentina en el Distrito Sur de Nueva York por el incumplimiento de la cláusula *pari passu* contenida en el CAF.

La decisión de la Corte de Distrito de que Argentina había incumplido la cláusula *pari passu*, y por lo tanto, no puede hacer el pago a sus acreedores reestructurados sin que al mismo tiempo pague a los titulares de bonos disidentes, fue apelada por Argentina hasta llegar a la Suprema Corte de EE.UU. El rechazo de la Suprema Corte de la petición del Recurso Certiorari en junio de 2014, significó que los tenedores de bonos disidentes ganaron en todas las instancias judiciales en los Estados Unidos.<sup>2</sup> Se espera que la decisión tenga profundos efectos negativos no sólo en la economía de Argentina, sino también en los mercados internacionales de deuda soberana.

Este artículo analiza de forma crítica la decisión del Tribunal de Apelaciones de Estados Unidos (también conocida como Tribunal de Circuito) que confirmó la sentencia del Tribunal de Distrito desde una perspectiva de derecho y economía. Analiza si el Tribunal se basó explícitamente en las teorías económicas cuando la cuestión en análisis habría requerido tales consideraciones; es decir, cuando el análisis, y por lo tanto la sentencia definitiva, habría discutiblemente mejorado mediante la participación activa de las teorías económicas. Específicamente, este artículo analiza si la decisión de la Corte se basó correctamente en la teoría fundamental de la disciplina económica - la teoría de la elección racional.<sup>3</sup>

Podemos distinguir entre dos puntos de partida para las teorías económicas, que incluyen la teoría de la elección racional, cuando un tribunal aplica la ley.<sup>4</sup> En primer lugar, y naturalmente, cuando la ley contiene explícitamente elementos que tienen un razonamiento económico subyacente a ellos; por

---

<sup>2</sup> *NML Capital, Ltd., et al., v. The Republic of Argentina* Order Case 1:09-cv-01707-TPG (08 CIV 6978 (TPG) 09 CIV 1707 (TPG) 09 CIV 1708 (TPG) 12/2/11 (United States District Court Southern District of New York); *NML Capital, Ltd., et al., v. The Republic of Argentina* 699 D3d 246, 250 (2d Cir 2012) (United States Court of Appeals for the Second Circuit); Supreme Court of the United States, (2014) <<http://www.supremecourt.gov/Search.aspx?FileName=/docketfiles/13-990.htm>> consultado el 19 de julio de 2014. Para un análisis de derecho y economía del caso NML v Argentina véase: Luc Wüst, *Der Fall NML Capital versus Argentinien un die Auswirkungen auf die Anreizstruktur von Staatsanleihen hinsichtlich Restrukturierungen*, (University of St. Gallen 2014).

<sup>3</sup> Véase la Sección 4 para una definición más amplia de esta teoría.

<sup>4</sup> Para una discusión más detallada, véase: Anne van Aaken, *Opportunities for and Limits to an Economic Analysis of International Law*, (2011) 3 *Transnational Corporations Review* 27; ella se refiere a la discusión de los puntos de entrada dentro de "la aplicación la ley", como la "visión interna", en oposición a la discusión de los puntos de entrada durante la "elaboración de la ley", a la que se refiere como la "visión externa".

ejemplo, el término "que afecten al comercio" en el derecho mercantil, o cuando el tribunal necesita calcular la indemnización de daños y perjuicios.

En segundo lugar, aun cuando la ley no se refiere explícitamente a ellas, las teorías económicas, que teorizan acerca de las relaciones causales, pueden mejorar la aplicación de la ley cuando el tribunal necesita participar en el razonamiento consecuencial, ya que tal razonamiento requiere hacer declaraciones causales. En particular, el razonamiento consecuencial puede ser necesario durante una "interpretación teleológica" (por ejemplo, el artículo 31 de la Convención de Viena).<sup>5</sup>

Este artículo está especialmente interesado en la decisión del Tribunal de Circuito de Estados Unidos sobre la cláusula *pari passu* y su impacto en el interés público. Entiende "interés público" como el bienestar de la sociedad en su conjunto; es decir, la captura de los intereses de todos los miembros de la sociedad. Este artículo considera que la sentencia del Tribunal de Circuito omitió invocar válidamente la teoría de la elección racional cuando discute el impacto de su decisión sobre el interés público - es decir, cuando se involucra en el razonamiento consecuencial.

Este artículo presenta entonces el razonamiento económico que el Tribunal debió haber incluido y el posible impacto de su decisión en el interés público. Por último, este artículo analiza cómo el Tribunal pudo haber utilizado una adecuada interpretación jurídica/metodología para llegar a una decisión que esté en el interés público - esta discusión puede servir a futuros tribunales, incluidos los tribunales de arbitraje de inversión, para lograr mejores sentencias si ellos mismos tuvieran que pronunciarse sobre una cláusula *pari passu*.

El resto del artículo está organizado del siguiente modo. La sección 2 ofrece un panorama general del caso. La sección 3 analiza la controversia sobre la adecuada interpretación de la cláusula *pari passu* en el contexto del caso en cuestión. La sección 4 analiza el impacto de la sentencia a través de la óptica de la teoría de la elección racional. La sección 5 explora la libertad de interpretación que el Tribunal pudo haber usado para llegar a una conclusión, que esté más alineado con el interés público. La sección 6 concluye.

## II. DESCRIPCION GENERAL DEL CASO

---

<sup>5</sup> Ver la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, 23 de mayo de 1969 (entró en vigor 27 de enero 1980), 1155 UNTS 331.

El 16 de junio de 2014, la Suprema Corte de Estados Unidos negó la petición de un Recurso Certiorari<sup>6</sup> presentado por Argentina (el demandado) en el caso *NML vs. República de Argentina*.<sup>7</sup> La negación a la petición del recurso de revocación ha marcado el final de uno de los litigios más largos relacionados con la deuda soberana en la historia reciente. La génesis de la disputa se remonta al CAF de 1994 y los bonos emitidos de conformidad con este Contrato.<sup>8</sup>

El CAF establece que: los bonos emitidos en virtud de él, se registrarán de conformidad con la ley del Estado de Nueva York; cualquier controversia derivada de estos bonos será sometida a un tribunal estatal o federal de Nueva York circunscrito en el Distrito de Manhattan, la ciudad de Nueva York y los tribunales argentinos; y que Argentina ha renunciado a cualquier solicitud de inmunidad.<sup>9</sup> Además contiene una cláusula *pari passu* que dice lo siguiente:

[L]as Garantías... constituirán obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la República y tendrán en todo momento el mismo rango de *pari passu*, sin ninguna preferencia entre ellas. Las obligaciones de pago de la República, bajo las garantías tendrán en todo momento, como mínimo, el mismo rango de deuda externa que todas la demás deuda externa no garantizada y no subordinada, tanto actual como futura.<sup>10</sup>

Las cláusulas del CAF antes mencionadas tuvieron particular importancia cuando Argentina incumplió el pago de más de \$95 mil millones de dólares en deuda externa a finales de 2001<sup>11</sup> y, posteriormente, inició un proceso de reestructuración de deuda, que culminó con la reestructuración de más del 90% de sus deudas. Inicialmente, en 2005 y 2010 Argentina ofreció términos similares a todos los tenedores de bonos. No obstante, mientras que la mayoría (92,4%) de los titulares de bonos aceptó las condiciones y recibió nuevos bonos a cambio (de ahí el nombre, acreedores reestructurados), el resto de

---

<sup>6</sup> Un Recurso Certiorari es un recurso extraordinario de revisión. Somete ciertos fallos y órdenes de tribunales inferiores a revisión por tribunales superiores. La interpretación legal ofrecida por esta institución puede tener serias consecuencias en el comportamiento de los sujetos de derecho. Haddad, William. *Common Law Writ of Certiorari in Florida*, (1976) 29 U Fla L Rev 207, 207. Para un panorama histórico del instrumento jurídico, nos remitimos a: Goodnow, Frank. *The Writ of Certiorari*, (1891) 6 Political Science Quarterly 493.

<sup>7</sup> *Certiorari - Summary Disposition Order List*: 573 U ver en 5.

<sup>8</sup> Fiscal Agency Agreement Between the Republic of Argentina and Bankers Trust Co. Disponible en: <http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/FiscalAgencyAgreementOct191994.pdf>.

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> Ibid, cláusula 1(c).

<sup>11</sup> Se le conoce en la literatura como el mayor incumplimiento de deuda soberana de la historia moderna. Véase Reinhart, Carmen and Rogoff, Kenneth. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton 2009) 10 ff.

los titulares de bonos (7,6%) rechazaron las condiciones ofrecidas por Argentina y decidieron disentir (de ahí el nombre acreedores disidentes).

Desde entonces, Argentina ha realizado pagos de intereses a los acreedores reestructurados, sin pagar a los acreedores disidentes. También se promulgó una ley (conocida comúnmente como la "Ley Candado") (con el objetivo de fomentar la participación en el proceso de reducción de deuda) que prohíbe que el gobierno ofrezca nuevos términos a los acreedores disidentes.<sup>12</sup>

En respuesta, algunos de los acreedores disidentes encabezados por NML Capital Ltd.<sup>13</sup> (los demandantes), demandaron a Argentina ante el Tribunal de Distrito del Distrito Sur de Nueva York (el Tribunal de Distrito) por incumplimiento de la cláusula *pari passu* plasmada en el CAF. Alegaron que Argentina violó la cláusula *pari passu* al "subordinar sus bonos del CAF a los bonos de la reestructura y por reducir el rango de sus bonos del CAF por debajo de los bonos intercambiados" y solicitaron una orden de cumplimiento específico y/o medidas cautelares.<sup>14</sup>

En febrero de 2012, el Tribunal de Distrito falló a favor de los demandantes y sostuvo que Argentina había violado la cláusula *pari passu* al reducir el rango de los bonos del CAF, tanto al promulgar la Ley Candado y por la persistencia de negarse a pagar por los bonos del CAF, mientras pagaba a los titulares de los bonos reestructurados.<sup>15</sup> Además, el Tribunal de Distrito emitió una orden judicial que impedía a Argentina hacer pagos a los tenedores de bonos reestructurados sin que al mismo tiempo pagara a acreedores disidentes.

Argentina apeló las sentencias del Tribunal de Distrito en el Tribunal de Apelaciones del Segundo Circuito (el Tribunal de Circuito). En la apelación, Argentina reiteró que no había violado la cláusula *pari passu*, ya que "no había dado a los acreedores reestructurados una preferencia legalmente exigible sobre los bonos del CAF en caso de incumplimiento a los bonos reestructurados."<sup>16</sup> De acuerdo con

---

<sup>12</sup> Véase Ley 26/017 Deuda Pública, disponible en: <http://www.stocksite.com/deudapublica.html>. También prohíbe al gobierno de realizar cualquier tipo de arreglo judicial, extrajudicial o privado con respecto a los bonos (CAF) y requiere lo mismo para eliminar los bonos de la lista de todos los mercados y bolsas de valores nacionales y extranjeros. Véase el artículo 3 y 4 de la Ley.

<sup>13</sup> NML Capital es el principal tenedor de bonos disidente. Es un capital de riesgo que invierte en bonos incumplidos. Compró los bonos del CAF de un mercado secundario a un precio mucho más bajo que su valor original

<sup>14</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) 3.

<sup>15</sup> *NML Capital v Argentina* (Orden. Tribunal de Distrito para el Distrito Sur de Nueva York 2. 07/12/11)).

<sup>16</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) 14.

Argentina, incluso si el Tribunal considerase que la cláusula ha sido violada, la solución adecuada, debería haber sido el acuerdo contractual puesto en un recurso de aceleración.<sup>17</sup> Además, Argentina argumentó que las medidas cautelares son incompatibles con la Ley de Inmunidad Soberana Extranjera (LISE) y no sólo orillarían a la República a otra crisis económica, sino que también minaría los procedimientos consensuales de reestructuración de la deuda soberana.<sup>18</sup>

Tras haber discutido sustancialmente los argumentos de Argentina, el Tribunal de Circuito confirmó las medidas cautelares.<sup>19</sup> Al confirmar las sentencias del Tribunal de Distrito, el Tribunal de Circuito primero remitió al Tribunal de Distrito para que aclarara: (i) la fórmula ratable de conformidad con las medidas cautelares, y (ii) cómo se aplicarían las medidas cautelares a terceros, y luego ordenó a Argentina a proponer un plan de pago alternativo.<sup>20</sup>

El plan de pago alternativo propuesto por a Argentina fue rechazado inmediatamente por los demandantes. Posteriormente, Argentina presentó una petición de Recurso Certiorari ante la Suprema Corte de Estados Unidos para que revisara y eventualmente rechazara las sentencias de las cortes inferiores. La Suprema Corte rechazó la petición de Argentina, y por lo tanto, confirmó efectivamente la decisión del Tribunal de Distrito.<sup>21</sup>

### III. LA CLAUSULA *PARI PASSU* Y LA CONTROVERSI QUE SIGUE SIN RESOLVERSE

Las cláusulas *pari passu* son omnipresentes en los instrumentos corporativos transfronterizos y de deuda soberana.<sup>22</sup> Sin embargo, su significado y propósito, en el contexto particular de los contratos de bonos soberanos es uno de los temas más controvertidos en el derecho financiero internacional.<sup>23</sup> En todo caso, la sentencia del Tribunal de Circuito en *NML Capital Ltd. vs. República Argentina* revivió la

---

<sup>17</sup> Según el Black's Law Dictionary, la aceleración se refiere a "la reducción del tiempo para la adquisición de la posesión de un interés expectante". Black's law Dictionary (sexta edición, 2007), en 12.

<sup>18</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) 15.

<sup>19</sup> *Ibid* en 28.

<sup>20</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012).

<sup>21</sup> *Certiorari - Summary Disposition*, supra nota 6.

<sup>22</sup> Chabot, Benjamin and Gulati, Mitu. *Santa Anna and His Black Eagle: The Origins of Pari Passu.* <<http://ssrn.com/abstract=2397929>> visitada 31/07/2014.

<sup>23</sup> Según Buchheit, "el hecho de que nadie parece estar seguro de lo que realmente significa la cláusula, al menos en el contexto de un préstamo al deudor soberano, no ha atrofiado su popularidad entre los redactores de los contratos de préstamo y los acuerdos de reestructuración de deuda." Véase Buchheit, Lee. *The Pari Passu Clause Sub Specie Aeternitatis* (1991) *International Financial Law Review* 11, 11.

controversia. En el centro de la controversia hay dos interpretaciones opuestas de la cláusula *pari passu*; la llamada interpretación estricta (o de "rango") y la interpretación amplia (o de "pago prorrateada").<sup>24</sup>

La interpretación estricta sostiene que una cláusula *pari passu* convencional únicamente impide que el deudor soberano subordine formalmente una clase de acreedores en favor de otros acreedores al aprobar una ley o por medio de otras medidas legales.<sup>25</sup> De acuerdo con esta interpretación, la violación de la cláusula *pari passu* puede surgir únicamente si el deudor soberano aprueba una ley que subordine o cambie el rango legal de los acreedores. Es decir, "se puede hacer casi todo lo que quieras para discriminar entre los acreedores (en términos de a quién se le paga y a quién no), pero no trates de justificar tu comportamiento al tomar medidas que pretenden establecer una base legal para la discriminación."<sup>26</sup>

Los defensores de esta línea de interpretación destacan el uso del verbo "clasificar" en las cláusulas *pari passu* para sugerir que el alcance de la cláusula se limita al rango *pari passu* o "igual" de los acreedores.<sup>27</sup> La importancia práctica del "rango igual" es más evidente en el caso de quiebra o insolvencia de un deudor corporativo, donde en la etapa de liquidación un acreedor principal tendría una acción prioritaria sobre los bienes del deudor y gozaría de trato preferencial sobre los acreedores subordinados.<sup>28</sup>

Sin embargo, es menos evidente en el contexto de la deuda soberana, donde los deudores soberanos, en ausencia de regímenes de quiebra soberana, tienen en principio la libertad para decidir a qué acreedores debe pagarse y en qué orden.<sup>29</sup> Como señala acertadamente Buchheit y Pam, esto no obstante significa que es superfluo.<sup>30</sup> En su obra fundamental que remonta el origen de la cláusula *pari passu*, los

---

<sup>24</sup> Para una discusión más detallada, véase, Bratton, William W. *Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices* (2004) 53 Emory Law Journal 823.

<sup>25</sup> Global Law Intelligence, *The Pari Passu Clause and the Argentina Case* (2013). Disponible en: <<http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/The%20pari%20passu%20clause%20and%20the%20Argentine%20case.pdf>> consultado el 11 de agosto 2014.

<sup>26</sup> Buchheit, Lee. (1991), supra nota 22, p. 12.

<sup>27</sup> Véase, por ejemplo, Wood, Philip. *Pari Passu Clauses-What Do They Mean?* (2003) 18 Butterworths Journal of International Banking & Financial Law, 372.

<sup>28</sup> Buchheit, Lee and Pam, Jeremiam. *The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments* (2004) 53 Emory Law Journal 869, 893.

<sup>29</sup> Ibid en 873.

<sup>30</sup> Idid.

autores identificaron tres justificaciones principales para la inclusión de cláusulas *pari passu* en los contratos de deuda soberana.<sup>31</sup>

En primer lugar, las preocupaciones sobre asignación de fondos a un soberano. Los países solían comprometer o destinar ingresos o activos para pagar deudas contraídas con un grupo de acreedores. Por lo tanto, se dijo que las cláusulas *pari passu* se incluyen en los contratos de deuda soberana a partir de las preocupaciones sobre la incidencia de dichas prácticas después de la celebración del contrato.<sup>32</sup>

En segundo lugar, en algunas jurisdicciones, como España y Filipinas, la subordinación involuntaria de los acreedores puede ocurrir en determinadas circunstancias.<sup>33</sup> Las cláusulas *pari passu*, por lo tanto, fueron incluidas para proteger a los acreedores contra la subordinación involuntaria ante otros acreedores.<sup>34</sup>

Por último, y más importante, las cláusulas *pari passu* protegen a los acreedores de la subordinación jurídica, evitando que el deudor soberano de promulgue leyes que cambien el rango legal de la deuda.<sup>35</sup>

En cambio, la interpretación amplia de la cláusula *pari passu* implica que una vez que un deudor soberano sea insolvente o incumpla en el pago, no puede pagar a ninguno de sus acreedores sin que al mismo tiempo pague a sus otros acreedores sobre una base *pro rata*.<sup>36</sup> El primer Tribunal que confirmó esta línea de interpretación fue el Tribunal de Apelaciones de Bélgica en *Elliott Associates LP v. República de Perú*.<sup>37</sup>

---

<sup>31</sup> Ibid en 911-917.

<sup>32</sup> Ibid. Sin embargo, este tipo de riesgos ya no representan una importante amenaza a los acreedores de hoy en día, ya que los países rara vez destinan activos para pagar su deuda. Para más detalles, consulte Anne Gelper en 3

<sup>33</sup> Ibid.

<sup>34</sup> Ibid. Dado que la subordinación involuntaria es imposible en la mayoría de las jurisdicciones, incluyendo en los Estados Unidos, la importancia de la protección contra la subordinación involuntaria es muy limitada.

<sup>35</sup> Véase Buchheit and Pam (2004), supra nota 27, p. 914-917.

<sup>36</sup> A diferencia del caso de la interpretación estricta, donde la subordinación legal es la única causa posible de la violación, la subordinación de hecho es suficiente para probar la violación de la cláusula *pari passu* conforme a la interpretación amplia de la cláusula.

<sup>37</sup> *Elliott Associates LP General Docket 2000 / QR / 92* (Tribunal de Apelaciones de Bruselas, la 8va Cámara), para una discusión detallada de este caso, consulte Buchheit y Pam (2004), supra nota 27, y William W. Bratton (2004), supra nota 23. Véase también Olivares-Caminal, Rodrigo. *The Pari-Passu Interpretation in Elliott Case: A Brilliant Strategy But an Awful (Mid-Long Term) Outcome?* (2012) 40 Hofstra Law Review, no 39.



Al igual que en el caso de *NML v. República Argentina*, los demandantes en este caso particular, alegaron que Perú había violado la cláusula *pari passu* contenida en su contrato de emisión de deuda de 1983, al pagar a sus acreedores reestructurados sin pagar a los acreedores disidentes.<sup>38</sup> En septiembre de 2000, el Tribunal Belga dictaminó que Perú había incumplido la cláusula *pari passu*, que en opinión del Tribunal "en efecto, establece que la deuda debe ser pagada a *pro rata* entre todos los acreedores."<sup>39</sup>

Como señaló Romain Zamour, esta sentencia ha dado lugar no sólo a la proliferación de los "litigios *pari passu*", sino también a un fuerte debate sobre el significado de la cláusula *pari passu*.<sup>40</sup> La sentencia ha provocado duras críticas, en particular, en el ámbito académico y ha sido considerada ampliamente como errónea y totalmente contraria al entendimiento de la cláusula por parte del mercado.<sup>41</sup> Sin embargo, ninguno de los casos *pari passu* presentados después de *Elliott Associates v. República de Perú* se confirmó y el debate parecía haberse resuelto, sólo para que *NML v. República de Argentina* rompiera la tendencia y reviviera el debate.

En *NML Capital Ltd. v. República Argentina*, en una sentencia que se asemeja en gran medida a la de *Elliott Associates LLP v. República de Perú*, el Tribunal de Circuito de Estados Unidos encontró que Argentina ha violado la cláusula *pari passu* contenida en su Contrato de Agencia Fiscal de 1994 y confirmó la medida cautelar dictada por el Tribunal del Distrito Sur de Nueva York, prohibiendo a Argentina pagar a los acreedores reestructurados sin pagar a NML capital Ltd. Al afirmar que Argentina había violado la cláusula *pari passu*, la Corte se basó en una combinación de medidas adoptadas por Argentina para subordinar a NML Capital Ltd a favor de los acreedores reestructurados y en un análisis textual estricto de la disposición *pari passu* contenida en el CAF.

En primer lugar, el Tribunal se refirió a la imposición moratoria de Argentina sobre su deuda pendiente y la suspensión del "pago de los bonos de los demandantes por seis años mientras que al

---

<sup>38</sup> La cláusula *pari passu*, en este caso particular, establece que: "Las obligaciones del Garante a continuación clasifican y clasificarán *passu pari* en prioridad de pago con el resto de Endeudamiento Externo del Garante, y sus intereses." Bratton 824, *supra* nota 23, en 824.

<sup>39</sup> Buchheit y Pam (2004) *supra* nota 27. Poco después Perú acordó con Elliott pagarle prácticamente todo lo que Elliott había estado buscando, a fin de evitar el impago de sus bonos intercambiados.

<sup>40</sup> Zamour, Romain. *NML v. Argentina and the Ratable Payment Interpretation of the Pari Passu Clause* (2013) 35 Yale Journal of International Law Online, p. 62.

<sup>41</sup> Véase Olivares-Caminal *supra* nota 36. Por otra parte, Buchheit y Pam (2004) *supra* nota 27, proporcionan una descripción general de los principales argumentos en contra de la interpretación amplia de la cláusula *pari passu*. Para argumentos políticos basados en contra de la interpretación amplia de la cláusula, consulte Bratton (2004), *supra* nota 23.

mismo tiempo cubría los bonos de la reestructura".<sup>42</sup> El Tribunal consideró que al hacer esto Argentina subordinó de hecho sus obligaciones de pago a los demandantes, debajo de los acreedores reestructurados. Sin embargo, el Tribunal evadió la pregunta de si la subordinación de hecho es necesaria o suficiente para la violación de la cláusula *pari passu*. En vez de eso, pasó a estudiar otras medidas adoptadas por Argentina.

En segundo lugar, el Tribunal de Circuito resaltó la promulgación de la Ley Candado, que prohíbe a los funcionarios argentinos pagar a los tenedores disidentes y prohíbe a los Tribunales reconocer las sentencias de los demandantes.<sup>43</sup> De acuerdo con el Tribunal, tal subordinación jurídica viola la cláusula *pari passu* "incluso conforme a la interpretación de Argentina" de la cláusula.<sup>44</sup> Dada la confianza de Argentina sobre la interpretación estricta, uno se pregunta si la expresión "incluso conforme a la interpretación de Argentina" representa un intento del Tribunal de alejarse de la interpretación estricta de la cláusula *pari passu*.

Otra cuestión es si el Tribunal hubiera otorgado el mismo recurso, si sus conclusiones se hubieran basado únicamente en la subordinación jurídica. Al confirmar la medida cautelar, el Tribunal declaró que:

Si bien el párrafo 12 del CAF especifica la aceleración como un recurso disponible ante el incumplimiento de la cláusula *pari passu*, el CAF no contiene una cláusula que limita los recursos disponibles en caso de incumplimiento del contrato. Tampoco el CAF contiene una disposición que impida el cumplimiento específico o medidas cautelares.<sup>45</sup>

El cumplimiento específico en el contexto de la lectura estricta de la cláusula *pari passu* pudo implicar sólo una orden para el restablecimiento del rango jurídico de los demandantes frente a los titulares de bonos parte de la reestructura. Al confirmar la orden del Tribunal de Distrito de pago prorata como un cumplimiento específico, el Tribunal, indirectamente, reafirmó que la obligación de Argentina bajo la cláusula *pari passu*, se extiende más allá del "rango igualitario".

En tercer lugar, el Tribunal de Circuito señaló una diferencia textual entre los dos enunciados de la cláusula *pari passu* argentina. De acuerdo con el Tribunal de Circuito, el primer enunciado de la cláusula prohíbe a Argentina "subordinar formalmente los bonos al emitir deuda superior", mientras que el

---

<sup>42</sup> Véase *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) p. 10.

<sup>43</sup> Ibid.

<sup>44</sup> Ibid.

<sup>45</sup> Ibid p.12.

segundo enunciado le prohíbe "pagar otros bonos sin pagar los bonos del CAF".<sup>46</sup> Esta lectura confirma el enfoque del Tribunal para la interpretación de la cláusula *pari passu*.

Sin embargo, tal vez en un esfuerzo por no respaldar explícitamente a la interpretación amplia, al menos implícitamente el Tribunal afirma que el particular lenguaje utilizado en la cláusula *pari passu* de Argentina es lo suficientemente amplia como para permitir tal lectura. Sin embargo, esta afirmación ha sido cuestionada. Anna Gelpern, por ejemplo, señaló que la cláusula *pari passu* contenida en el CAF es "no es de ninguna manera excepcional".<sup>47</sup>

También han surgido cuestiones relativas a la lectura textual de los dos enunciados por parte del Tribunal. Según la Unidad de Inteligencia Legal Global de Allen & Overy, mientras que el primer enunciado de la cláusula *pari passu* argentina "se refiere al rango entre los bonos de ese tema en particular," el segundo enunciado "se refiere al rango de estos bonos con otra deuda externa".<sup>48</sup> De acuerdo con esta lectura, el segundo enunciado de la cláusula no implica la igualdad de pago, pero sí un igual rango respecto otras deudas de Argentina.

El lenguaje particular de los dos enunciados fortalece aún más esta línea de interpretación. La expresión utilizada en el primer enunciado es "sin ninguna referencia entre sí" (es decir, entre los bonos emitidos bajo el contrato), mientras que el segundo enunciado dice "tendrán cuando menos el mismo rango junto con toda su deuda presente y futura" (es decir, entre todas la deuda de Argentina). Sin embargo, dada la distinción entre las palabras "rango" y "pago" utilizado respectivamente en el primer y segundo enunciado, también podría simplemente significar que los bonos tienen el "mismo" rango entre sí en cuanto al "rango legal" se refiere y con toda la demás deuda de Argentina en cuanto a "pago" se refiere.

Por último, cabe señalar que el Tribunal de Circuito no desarrolló un análisis preciso de la interpretación de la cláusula *pari passu* y como resultado perdió la oportunidad de resolver la controversia sobre la interpretación adecuada de la polémica cláusula. No obstante, la sentencia, para

---

<sup>46</sup> Véase *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) p. 9.

<sup>47</sup> Véase Gelpern, Anna. *Sovereign Damage Control* (2013) PIIIE Policy Brief No 13-12 p. 7. Esto también se observó en Paliouras, Vassilis. *Pari Passu to Gunboats: NML V. Argentina* (2014) Bocconi Legal Papers No 2014-06/IT.

<sup>48</sup> Global Law Intelligence, *supra nota* 24 p.4.

todos los efectos prácticos, es considerada como una aprobación del enfoque amplio para la interpretación de la cláusula *pari passu*.<sup>49</sup>

Aparentemente, anticipando esto y en un esfuerzo por minimizar el valor jurisprudencial de la sentencia, el Tribunal enfatizó las situaciones particulares de Argentina y sugiere la inclusión de cláusulas de acción colectiva y modificaciones textuales en las cláusulas *pari passu* en futuros contratos de deuda soberana. En la siguiente sección veremos si de hecho estas sugerencias pueden evitar futuros litigios *pari passu* y limitar el valor jurisprudencial de la sentencia.

#### IV. IMPACTO DE LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE CIRCUITO DE EE.UU. EN LOS CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA PRESENTES Y FUTUROS

El Tribunal de Circuito señala, sin mucha consideración explícita, que su decisión respecto la cláusula *pari passu* (es decir, su interpretación de la cláusula *pari passu*) no tendrá impacto en los contratos de deuda soberana en el futuro, al afirmar que los futuros contratos de deuda simplemente no contendrán la misma cláusula *pari passu* (ya sea incluyendo una cláusula *pari passu* modificada<sup>50</sup> o absteniéndose totalmente de incluir una cláusula *pari passu*) o contendrá una cláusula de acción colectiva.<sup>51</sup> Si bien es cierto que una cláusula *pari passu* como la del presente caso, puede evitarse en futuros contratos de deuda (de modo que la actual sentencia no encuentre aplicación), el Tribunal no considera explícitamente las consecuencias generales de su sentencia sobre los contratos de deuda soberana.

El siguiente análisis se basa en la teoría fundamental de la disciplina económica, es decir, la teoría de la elección racional. La confianza en esta teoría (descriptiva) de la toma de decisiones individual es conveniente porque permite pensar de forma interna y coherente cómo los tomadores de decisiones (en este caso: los tenedores de bonos, los Estados) son propensos a reaccionar en el futuro por sentencias de un tribunal.

---

<sup>49</sup> Para un opinión diferente, consulte Zamour (2013) supra nota 39. Sostiene que el Tribunal de Circuito no respaldó la interpretación amplia y se debe distinguir entre las preguntas de si Argentina violó la cláusula *pari passu* y si una orden de pago prorata es una medida apropiada para este incumplimiento. Pero, somos de la opinión de que este argumento no toma en cuenta la referencia explícita del Tribunal de Circuito de "cumplimiento específico". La conclusión del Tribunal se basaba meramente en la subordinación legal (interpretación estricta), el cumplimiento específico no habría implicado que se prohibiera a Argentina de pagar a tenedores intercambiados sin haber pagado a los demandantes.

<sup>50</sup> Por ejemplo, una cláusula *pari passu* restringida, que sólo se aplica en ausencia de un acuerdo de conciliación.

<sup>51</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) p.24.

En esencia, la teoría de la elección racional sostiene que debe suponerse que los tomadores de decisiones se comportarán con fines de maximizar su utilidad; a saber, comportándose de tal forma que se maximice el cumplimiento de sus preferencias.<sup>52</sup> En este sentido, "Todo comportamiento humano puede ser visto como que implica participantes que maximizan su utilidad de un conjunto estable de preferencias y acumulan una cantidad opcional de información y otros insumos en una variedad de mercados."<sup>53</sup>

En particular, el siguiente análisis considerará los incentivos de los acreedores (es decir, los tenedores de bonos) para rechazar un acuerdo de conciliación, es decir, sus incentivos para disentir.<sup>54</sup> Los acreedores racionales rechazarán un acuerdo si ven el disentimiento como una forma de maximizar su utilidad esperada. Entonces ellos comparan el incierto rendimiento que consiguen al aceptar el acuerdo de conciliación, con el incierto rendimiento que creen pueden conseguir al rechazarlo (pueden creer, por ejemplo, que conseguirán un acuerdo con mejores términos en el futuro o que eventualmente serán pagados en su totalidad).<sup>55</sup>Cuál de estas dos opciones elige un tenedor de bonos determinado, depende de su aversión al riesgo, en sus creencias acerca de sus posibilidades de vencer en juicio, y en sus creencias sobre la posibilidad de la ejecución de la sentencia del tribunal.

Recuerde que la novedad de la sentencia sobre la cláusula *pari passu* (es decir, de la interpretación amplia de la misma) es solo que no puede pagarse a los acreedores reestructurados sin antes pagar a los acreedores disidentes. De hecho, incluso con una interpretación estricta de la cláusula *pari passu*, los

---

<sup>52</sup> Para una buena descripción, consulte Becker, Gary S. *The Economic Approach to Human Behavior* (University of Chicago Press 1976); o (aunque en Alemán) Aaken, Anne van. *Rational Choice in der Rechtswissenschaft: Zum Stellenwert der ökonomischen Theorie im Recht* (Nomos Verlagsgesellschaft 2003) 73 et seqq. Vea también, Snidal, Duncan. *Rational Choice and International Relations* en W. Carlsnaes, B. Simmons and T. Risse (eds), *Handbook of International Relations* (Sage 2002) 73.

<sup>53</sup> Becker, Gary. *The Economic Approach to Human Behavior* (University of Chicago Press 1976) 14.

<sup>54</sup> Para un análisis detallado de los problemas de coordinación que surgen en la reestructuración de las deudas soberanas, consulte Bi Ran, Chamon Marcos and Zettelmeyer Jeromin, *The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings* (2011) IMF Working Paper (WP/11/265).

<sup>55</sup> Considerablemente, los rendimientos de un acuerdo de conciliación también son inciertos porque nada garantiza que el Estado soberano realmente haga esos pagos en el futuro - o será capaz de hacer los pagos (como veremos, la sentencia sobre la cláusula *pari passu* del Tribunal de Apelaciones de EE.UU lo hace más difícil (es decir, menos probable) para el Estado soberano hacer los pagos acordados en un contrato).

tenedores disidentes se encontrarían con que tienen derecho a que Argentina les pague en su totalidad y derecho a ejecutar sus demandas contra los bienes extranjeros (comerciales) de Argentina.<sup>56</sup>

#### A. IMPACTO EN LOS CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA EXISTENTES I: TITULARES DE BONOS DEL CAF DE 1994

El Tribunal de Circuito no consideró las implicaciones de su sentencia de la cláusula *pari passu* sobre los tenedores de bonos del CAF.

La sentencia de la cláusula *pari passu* hace más difícil para Argentina pagar a los tenedores reestructurados. Por lo tanto, claramente empeora a los tenedores reestructurados al hacer más difícil, y por lo tanto menos probable que Argentina les pague la cantidad acordada en la reestructura. La probabilidad *ex ante* de que los tenedores reestructurados obtengan su pago, no es sin embargo nula. De hecho, Argentina puede continuar intentando pagar a los tenedores parte de la reestructura: incluso si Argentina se niega a pagar en su totalidad a los acreedores disidentes (que es el escenario más probable), no podemos excluir la posibilidad de que Argentina está en condiciones de pagar los titulares de bonos intercambiados sin la utilización del sistema financiero de EE.UU.<sup>57</sup>

Es por sí mismo improbable que la sentencia de la cláusula *pari passu* mejore la posición de los acreedores disidentes. De hecho, es muy poco probable que Argentina pague en su totalidad voluntariamente a los acreedores disidentes, ya que está jugando un juego que se repete (efectos de la reputación): Si Argentina paga de forma total y voluntaria a los acreedores disidentes, entonces ningún tenedor de bonos estaría dispuesto a llegar a un acuerdo con Argentina en el futuro.

#### B. IMPACTO EN LOS CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA EXISTENTES II: NO TENEDORES DE BONOS DEL CAF DE 1994

---

<sup>56</sup> Previos tribunales estadounidenses, quienes conocieron casos similares, han ordenado el pago total que no obstante continúan sin ejecutarse. Ver: *EM Ltd. v. Republic of Argentina* 473 F3d 463, 472 (2d Cir 2007) (United States District Court Southern District of New York); *Aurelius Capital Partners, LP v. Republic of Argentina* 584 F3d 120, 131 (2d Cir 2009) (United States District Court Southern District of New York); *EM Ltd. v. Republic of Argentina* 389 F App'x 38, 43 (2d Cir 2010) (United States District Court Southern District of New York); Takeshi, Ito. *Historizing the Power of Civil Society: A Perspective From Decentralization in Indonesia* (2011) 38 JPS 413; *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* 680 F3d 254, 260 (2d Cir 2012) (United States District Court Southern District of New York)

<sup>57</sup> Aunque el acuerdo de conciliación estipula una cantidad en dólares, Argentina podría negociar con los tenedores intercambiados para acordar una moneda diferente (y acordar un tipo de cambio) y luego, posiblemente, hacer los pagos a través de instituciones financieras no estadounidenses.

El Tribunal de Circuito no tomó en cuenta las implicaciones de su sentencia de la cláusula *pari passu* sobre los contratos de deuda soberana existentes. De manera más general, Argentina y los países en desarrollo en términos generales han celebrado contratos de bonos adicionales bajo la ley estadounidense que contienen una cláusula *pari passu* como la del presente caso (y también sin que contenga una cláusula de acción colectiva). Si los bonos soberanos de Argentina son algún indicativo, la deuda soberana existente, emitida bajo la ley estadounidense es sustancial: tan solo Argentina ha emitido deuda bajo la ley estadounidense por un valor de más de 100 mil millones de dólares.<sup>58</sup> Las implicaciones para aquellos tenedores de bonos son las siguientes.

La aplicación de la sentencia sobre la cláusula *pari passu* a los contratos de deuda soberana tiene dos consecuencias. La primera, menos tenedores de bonos aceptarán un acuerdo de reestructuración, porque la sentencia reduce el incentivo de un tenedor de bonos a reestructurar:<sup>59</sup> la sentencia hace menos probable que el soberano haga los pagos conforme al acuerdo de reestructura, ya que un solo tenedor disidente puede hacer más difícil que un soberano pague a los acreedores reestructurados, al impedir que el Estado soberano utilice el sistema financiero de los Estados Unidos para esos pagos. Para estar seguros, no estamos diciendo que una reestructura es imposible - únicamente que su probabilidad disminuye.

La segunda, aumenta el riesgo en los contratos de deuda soberana para los tenedores de bonos debido a que la sentencia hace menos probable que se les pague a los tenedores de bonos si Argentina tuviera que enfrentar dificultades financieras en el futuro: los tenedores de bonos que reestructuren, tienen menos probabilidades de recibir el pago; y tenedores disidentes tienen la misma probabilidad de que se les pague como antes de la sentencia.<sup>60</sup>

La aplicación de la sentencia de la cláusula *pari passu* a dichos contratos de deuda soberana podría evitarse sustituyéndolos por nuevos contratos de deuda soberana que estén redactados de modo que excluyan la aplicación de la sentencia en el caso de un acuerdo de reestructuración. Estos nuevos contratos de deuda soberana podrían, por ejemplo, no incluir la misma cláusula *pari passu* del presente

---

<sup>58</sup> The Economist. *Restructuring Sovereign Debt: Busted Flush*, The Economist, (28 de junio de 2014).

<sup>59</sup> Con una opinión similar: Stiglitz, Josep. *Brief Joseph Stiglitz as Amicus Curiae in Support of Petitioner. No. 13-990* (2014); Republic of France, *Brief for the Republic of France as Amicus Curiae in Support of the Republic of Argentina's Petition for a Writ of Certiorari. No. 13-990* (2014).

<sup>60</sup> Véase, Sección 4.1 de este artículo para la justificación.

caso (ya sea incluyendo una cláusula *pari passu* modificada o absteniéndose completamente de incluir una cláusula *pari passu*), o no someterse a la ley estadounidense.<sup>61</sup>

Es probable que tanto los tenedores de bonos como Argentina (así como Estados soberanos de manera general) estén dispuestos a participar en dicha sustitución: tenedores de bonos porque les permite reducir el riesgo de su inversión; y los Estados soberanos porque les permite contar con más tenedores de bonos que acepten reestructurar en el caso de futuros problemas financieros.

No obstante, aunque es teóricamente posible, en la práctica la sustitución puede tardar hasta una década debido a la enorme cantidad de contratos de deuda soberana existentes. En consecuencia, es probable que la sentencia sobre cláusula *pari passu* sea aplicable a los contratos de deuda soberana existentes en el corto y mediano plazo - y por lo tanto aumenta el riesgo que enfrentan los tenedores de bonos que no pertenecen al CAF de 1994, además, en el corto y mediano plazo, reduce el número de tenedores de bonos que estén dispuestos a reestructurar.

### C. IMPACTO EN LOS FUTUROS CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA

Observe primero que emitiendo contratos de deuda soberana que contengan la misma cláusula *pari passu* como la del presente caso, ahora exige a los Estados soberanos pagar una tasa de interés más alta para compensar a los inversionistas por el incremento del riesgo (Sección 4.2) provocado por la sentencia de la cláusula *pari passu* del Tribunal de Circuito (es decir, tendrán que pagar un precio más alto para

---

<sup>61</sup> No mencionamos la "cláusula de acción colectiva" porque no garantiza evitar la aplicación de la sentencia de la cláusula *pari passu*. Evidentemente, una "cláusula de acción colectiva" sólo evitará la aplicación de la sentencia de la cláusula *pari passu* si suficientes titulares de bonos acuerdan a fin de satisfacer la cláusula de acción colectiva. Si no, entonces todavía existirían acreedores disidentes en el caso de un acuerdo y la sentencia de la cláusula *pari passu* seguirá aplicándose, incluso en presencia de una cláusula de acción colectiva. Se ha argumentado que los potenciales acreedores disidentes pueden evitar fácilmente el cumplimiento de la "cláusula de acción colectiva" por la simple compra suficientes acciones. Véase, por ejemplo, Stiglitz en 9 y siguientes; Francia en 22 y siguientes. Ambos comparten la opinión de que una cláusula de acción colectiva no resuelve el problema de acreedores disidentes. Por otra parte, tal como se explica en un documento del FMI de 2013, el proceso de reestructuración de deuda griega ha demostrado las limitaciones de las cláusulas de acción colectiva. En el caso particular, aunque 36 de los bonos emitidos por Grecia conforme al derecho Inglés contenían cláusulas de acción colectiva, solamente 17 fueron reestructuradas con éxito utilizando cláusulas de acción colectiva. Los disidentes lograron de impedir el funcionamiento de las cláusulas de acción colectiva en el resto de los bonos. Véase FMI (2013), *Sovereign Debt Restructuring- Recent Developments for the Fund's Legal and Policy Framework*, disponible en: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>.



pedir prestada la misma cantidad que antes de la sentencia). En otras palabras, la demanda de estos contratos de deuda soberana se reduce en cualquier tipo de interés determinado.

El Tribunal de Circuito sostuvo que la implicación de su sentencia de la cláusula *pari passu* en los futuros contratos de deuda soberana son insignificantes a largo plazo, porque los futuros contratos simplemente ya no contendrán la misma cláusula *pari passu* del presente caso a fin de evitar la aplicación de la sentencia en el caso de una reestructura. Como tal, es poco probable que la sentencia de la cláusula *pari passu* del Tribunal de Circuito afecte la oferta de préstamos soberanos a largo plazo. El Tribunal de Circuito, sin embargo, no consideró su impacto a corto y mediano plazo.

A corto y mediano plazo, uno no puede estar seguro si una nueva redacción de los contratos de deuda soberana realmente impedirá una sentencia de la cláusula *pari passu* similar. La sentencia del Tribunal de Circuito sobre la cláusula *pari passu* puede crear inseguridad jurídica a mediano plazo. Si es así, entonces la sentencia de la cláusula *pari passu* también aumentaría el riesgo de los futuros contratos de deuda soberana con diferente redacción y por lo tanto requieren que los Estados soberanos paguen de una tasa de interés más alta para compensar a los inversionistas.

Por tanto, es posible que la sentencia de la cláusula *pari passu* reduzca la demanda de contratar deuda soberana, y con ello reducir la disponibilidad de préstamos soberanos, a cualquier tasa de interés a corto y mediano plazo.

#### D. ANALISIS DE LAS IMPLICACIONES AL INTERES PUBLICO

El criterio normativo invocado en este artículo es el "interés público".<sup>62</sup> Entendemos el concepto de interés público como la captura del bienestar de una sociedad en su conjunto; como tal, requiere considerar los efectos, sobre todo, del bienestar de los tenedores de bonos, consumidores, empleados y empresas.

A largo plazo, la sentencia de la cláusula *pari passu* del Tribunal de Circuito no tendrá prácticamente ningún impacto en la deuda soberana ya que la incertidumbre jurídica se resuelve y en consecuencia, los contratos de deuda se vuelven a redactar.

---

<sup>62</sup> Señala la teoría de la elección racional, como una teoría descriptiva, es por sí misma silenciosa en la cuestión de criterio normativo. En otras palabras, la teoría de la elección racional puede combinarse con cualquier criterio normativo - la teoría de la elección racional nos da una forma de pensar acerca de la mejor manera de cumplir con el criterio normativo elegido.

En el corto y mediano plazo, es bastante dudoso que la sentencia de la cláusula *pari passu* del Tribunal de Circuito se encuentre en el interés público. Por un lado, los tenedores de bonos, como grupo, están en peores condiciones, ya que: (i) los tenedores de bonos disidentes del CAF de 1994 están en la misma posición que antes de la sentencia (Sección 4.1); (ii) los tenedores de bonos intercambiados del CAF de 1994 están en peores condiciones (sección 4.1); y (iii) los titulares de bonos no parte del CAF de 1994, con contratos de deuda soberana que contienen una cláusula *pari passu* como la del presente caso, están en peores condiciones debido al aumento de riesgo de sus contratos de deuda soberana (sección 4.2).

Por otra parte, los Estados soberanos están claramente en peores condiciones debido a que: (i) en los contratos de deuda soberana que contengan una cláusula *pari passu* como la del presente caso, menos de los actuales tenedores de bonos aceptarán una reestructura (Sección 4.2),<sup>63</sup> y (ii) los Estados soberanos tendrán mayor dificultad de obtener préstamos, ya que el préstamos soberanos está menos disponibles a una tasa de interés determinada (es decir, tendrán que pagar un precio más alto para obtener un préstamo de la misma cantidad que antes de la sentencia, Sección 4.3).<sup>64</sup>

## V. POSIBILIDADES DE INTERPRETACION PARA LOGRAR A UNA SENTENCIA CONFORME AL INTERES PUBLICO

En la sección anterior, demostramos que los efectos negativos de la sentencia a corto y medio plazo probablemente superan sus efectos positivos. En este supuesto, pasamos ahora a examinar si, y en su caso cómo, el Tribunal debería haber interpretado la cláusula *pari passu* para tomar una decisión, que sea conforme al interés público.

---

<sup>63</sup> Esto aumenta la duración de los procesos de reestructuración que afectan negativamente al Estado solicitante del préstamo, porque el acceso a los mercados financieros es más difícil para un Estado con un proceso de reestructuración. Chuhan Punam y Sturzenegger Federico. *Default Episodes in the 1980s and 1990s: What Have we Learned* in Aizeman Joshua y Pinto Brian (eds), *Managing Economic Volatility and Crises* (Cambridge University Press 2003) 9.

<sup>64</sup> La indisponibilidad de financiamiento externo es especialmente problemático para los Estados que enfrentan un desempeño económico adverso temporal, ya que enfrentarán dificultades para apoyo financiero, y por lo tanto, para garantizar el funcionamiento de actividades esenciales del gobierno y/o hacer los gastos públicos necesarios para contrarrestar una recesión económica - la no prestación de estas actividades y/o el gasto, a su vez, hará la situación económica aún peor. Ver, por ejemplo, Stiglitz a los 13 y siguientes "El acceso al financiamiento externo permite a los gobiernos mantener los compromisos esenciales de gasto, mientras que la economía se recupera y es temporalmente incapaz de generar suficientes ingresos fiscales para equilibrar el presupuesto. Sin financiamiento externo, un [...] país está constreñido a ejecutar un presupuesto equilibrado cada año [...] Al menor financiamiento externo disponible, más se requiere que un país dependa de los ingresos fiscales actuales para financiar el gasto público".

Para ello, seguimos el análisis en dos etapas del Tribunal de Apelaciones de EE.UU sobre la sentencia del tribunal inferior. En primer lugar (en la etapa de fondo), abordando la cuestión de si el tribunal inferior erró en su interpretación de la cláusula *pari passu*. Y en segundo lugar (en la etapa de la medida), determinar si la medida cautelar, ordenando a Argentina hacer pagos prorrata, era legal.<sup>65</sup> Ambas etapas ofrecen amplias oportunidades para lograr a una decisión que esté conforme al interés público. Sin embargo, como vamos a discutir más adelante, lamentablemente el Tribunal, omitió utilizar estas oportunidades de forma adecuada.

#### A. EN LA ETAPA DE FONDO

Aquí la principal cuestión jurídica es si Argentina ha violado la cláusula *pari passu* contenida en el CAF.<sup>66</sup> Como ya hemos visto, ha habido, y continúa habiendo, incertidumbres en torno a la adecuada interpretación de las cláusulas *pari passu*.<sup>67</sup> Sin embargo, a pesar de las incertidumbres, solo pocos están en desacuerdo que al menos las cláusulas requieren el mismo rango de los acreedores.<sup>68</sup> A este respecto, no hay duda de que Argentina ha violado la cláusula al aprobar la Ley Candado, que cambió formalmente el rango jurídico de los bonos del CAF. Sin embargo, el Tribunal podría y debería haber limitado su razonamiento a la subordinación formal.

Como señaló el propio Tribunal, el tema de la cláusula *pari passu* es una cuestión de interpretación del contrato.<sup>69</sup> Como en cualquier otra jurisdicción, las preferencias o intención contractual de las partes de un contrato son un elemento central que los jueces podrían considerar para determinar si el contrato ha sido violado.<sup>70</sup> Las intenciones aquí mencionadas son, por supuesto, las intenciones o las preferencias razonables de las partes al momento de la celebración del contrato que lleva a maximizar la utilidad de las partes.<sup>71</sup> Por otra parte, como se señala en *Greenwich Village Associates v Salle*, "cuando el

---

<sup>65</sup> *NML Capital v Argentina* (Order. District Court Southern District of New York 2. 2/23/12) a.

<sup>66</sup> *NML Capital v Argentina* (2d Cir. 2012) 6 p. 3 ff.

<sup>67</sup> También cabe recordar que estas incertidumbres en gran medida se exacerbaban después de la sentencia del Tribunal belga en: *Elliott Associates L.P. Tribunal de Apelaciones de Bélgica, 8va Cámara, véase supra nota: 47*.

<sup>68</sup> Véase Zamour (2013) *supra nota* 39.

<sup>69</sup> *Ibid* p.8.

<sup>70</sup> Como señalan Kraus y Scott, el objetivo central del derecho contractual y su aplicación es cumplir las intenciones de las partes en el momento de la celebración del contrato. Véase: Kraus Jody S and Scoot Robert E. *Contract Law and Theory* (5 edn, LexisNexos 2013). Cohen, George. *Interpretation and Implied Terms in Contract Law* en Gerrit de Geest (ed), *Contract Law and Economics*, vol 6 (2nd edn, Edward Elgar 2011) 130.

<sup>71</sup> Véase, Cohen (2011).

significado literal del lenguaje del contrato no refleje razonablemente la intención de las partes, se le dará aplicación razonable al lenguaje, en lugar de literal".<sup>72</sup>

La interpretación del contrato incluye la construcción de cualquier ambigüedad en contra del interés del redactor.<sup>73</sup> El Tribunal de Circuito se basó exclusivamente en el significado literal de la cláusula *pari passu* en general, y la distinción entre los dos enunciados de la cláusula en particular para concluir que la obligación de Argentina bajo la cláusula incluye el pago a prorrata.<sup>74</sup> Sin embargo, consideramos que el significado literal de la cláusula no refleja razonablemente las posibles justificaciones detrás de su inclusión por las siguientes razones.

En primer lugar, no toma en cuenta el "entendimiento del mercado" de las cláusulas *pari passu*. La relevancia del "entendimiento del mercado" es que proporciona certidumbre y eficiencia, ya que informa el significado de los específicos términos contractuales. La dificultad con respecto a la cláusula *pari passu* es que no hay un claro entendimiento del mercado.

Sin embargo, la falta de entendimiento del mercado de las cláusulas *pari passu* no implica necesariamente que la cláusula en particular no fue incluida como una simple promesa de rango igualitario. Cabe recordar que estas incertidumbres se exacerbaban en gran medida solo después de la sentencia errónea del Tribunal de Bélgica en *Elliott Associates v. República de Perú* en el 2000.

Por otra parte, dichas incertidumbres deberían haber representado una oportunidad a la Corte de dar una aplicación razonable a la cláusula al tomar en cuenta las consecuencias indeseables de su conclusión en contrario. En consecuencia, no se puede creer razonablemente que las preferencias de las partes al momento de la firma del contrato fueron como lo interpretó la Corte, que en gran medida basó su argumentación en la aplicación de una definición de subordinación en lugar de interpretar la cláusula *pari passu* en el contexto de todo contrato.<sup>75</sup>

En segundo lugar, dado a los efectos adversos de la interpretación del pago prorrata, no habría habido manera de que Argentina permitiera la inclusión de dicha cláusula en su contrato de deuda

---

<sup>72</sup> Énfasis añadido.

<sup>73</sup> Véase, Cohen (2011) citando al American Law Institute en 1 § 206.

<sup>74</sup> Además, el Tribunal no proporcionó ningún indicio que acredite la técnica interpretativa que aplicó.

<sup>75</sup> Este razonamiento es similar al prescrito por el enfoque de la teoría económica del contrato incompleto. Para una visión general ver: Scott, Robert. *The Law and Economics of Incomplete Contracts* (2006) 2 A Rev LSS 279.

soberana. La interpretación del pago prorata impide a Argentina, en caso de insolvencia, hacer el pago preferencial a los tenedores de bonos que participaron en la reestructura.

En tercer lugar, la presencia de otras cláusulas contractuales, como las cláusulas compartidas y las cláusulas de negativa de gravamen en los contratos de deuda soberana, incluso en el presente en cuestión y su papel similar con la interpretación amplia de la cláusula *pari passu* sugiere que la intención de las partes en la inclusión de la disposición *pari passu* era simplemente para asegurar igual rango entre los acreedores, pero no del pago prorata. Al depender en gran parte de la interpretación literal de la cláusula, el Tribunal ha dado una aplicación no razonable a la cláusula *pari passu*, contraria a las reglas de interpretación del contrato conforme la ley de Nueva York.<sup>76</sup> Esta aplicación amplia ha influido notablemente su resultado en la medida cautelar. Como señalamos antes, si el Tribunal se hubiera limitado a la interpretación estricta, y por lo tanto, hubiera revertido el razonamiento del Tribunal inferior, no habría estado en condiciones de aprobar la medida cautelar en el primer lugar.

## B. EN LA ETAPA DE LA MEDIDA

La determinación de la medida adecuada era otra, y tal vez más adecuada, la oportunidad para considerar el interés público. Como bien lo señaló el Tribunal, el CAF no impone limitación en las medidas que se pueden ordenar por el incumplimiento del contrato. Al contrario, de acuerdo con la ley de Nueva York, el Tribunal con una significativa discreción en cuanto al tipo de medidas apropiadas que podrán ordenar. Por otra parte, como lo recordó el mismo Tribunal, "la comparación de valores y la consideración del interés público [...] son pertinentes al evaluar la convivencia de cualquier medida cautelar".<sup>77</sup>

El Tribunal además señaló "el cumplimiento específico puede solicitarse cuando no está disponible un una medida monetario adecuado y la compensación se ve favorecida por la comparación de valores, que puede incluir el interés público".<sup>78</sup> Sin embargo, a pesar de los posibles efectos adversos del requerimiento de pago prorata para el interés público, el Tribunal decidió aprobar la medida cautelar.

---

<sup>76</sup> En sentencias anteriores se dijo que la meta de la interpretación del contrato es evitar que la interpretación deje a las cláusulas sin sentido. Véase, *Chase Manhattan Bank v. Traffic Stream (S.D.N.Y. BVI)* 86 F Supp2d 244 (SDNY 2000) (United States District Court, S.D. New York) 257.

<sup>77</sup> *NML Capital v Argentina (2d Cir. 2012)* p. 5.

<sup>78</sup> *Ibid*, p.22.

En nuestra opinión, este era un punto particular donde el Tribunal pudo y debió haber tenido en cuenta las consecuencias indeseables de la medida cautelar, que al fortalecer a los acreedores disidentes pone en peligro futuras reestructuraciones de deuda soberana.<sup>79</sup>

## VI. OBSERVACIONES FINALES

Este artículo ha demostrado que es poco probable que la sentencia de la cláusula *pari passu* del Tribunal de Circuito sea conforme al interés público. A pesar de que es poco probable que la sentencia tenga efectos a largo plazo en el interés público, el artículo concluye que la sentencia probablemente tenga un efecto negativo a corto y mediano plazo. Sin embargo, este impacto fue ignorado por el Tribunal debido a su omisión para realizar un razonamiento económico adecuado.

Este artículo ha demostrado, además, que el Tribunal de Circuito omitió decidir conforme al interés público a pesar del hecho de que había posibilidades de interpretación, especialmente creadas por el significado incierto de la cláusula *pari passu*, para interpretar la cláusula conforme al interés público (es decir, interpretarla estrictamente).

Por otra parte, dado que el CAF no impone ninguna limitación en cuanto a las medidas disponibles, el Tribunal también pudo haber rechazado las medidas cautelares dictadas por el Tribunal de Distrito ejerciendo su discreción y también al seguir la comparación de valores y la consideración del interés público, para evitar la indeseable consecuencia de las medidas cautelares, que no sólo han llevado al incumplimiento de Argentina, sino también al castigo de los tenedores reestructurados por errores que no cometieron.

---

<sup>79</sup> Véase Sección 3 y 4.