

## **Diálogo sobre deuda pública** (acerca de las cuestiones jurídicas involucradas)<sup>1</sup>

Por Horacio Tomás Liendo (n) y Horacio Tomás Liendo (h)

### 1. Introducción.

El diálogo es una herramienta poderosa. Lamentablemente, y pese a eso, no es tan frecuente. La principal razón es que el diálogo, a diferencia de la discusión o el debate, necesita imprescindiblemente que haya confianza entre los interlocutores. El diálogo incorpora los enunciados de sus participantes, los retroalimenta y los transforma. La confianza, en ese proceso, es indispensable para poder tomar las ideas del otro y sumarlas a las propias. De esa construcción han surgido grandes avances. Y también soluciones.

Este artículo transcribe, con las licencias de estilo que merece una publicación jurídica, el diálogo entre dos abogados de dos generaciones distintas, padre e hijo, acerca de las cuestiones jurídicas involucradas en el conflicto entre la Argentina y los tenedores de deuda que no ingresaron a los canjes propuestos en los años 2005 y 2010. La confianza, por supuesto, no es una barrera. Sino, más bien, una gran ventaja. Una fortaleza que, en otros ámbitos, podría producir grandes avances en cuestiones que hace tiempo merecen una solución.

El análisis está dividido en tres partes. En el capítulo siguiente, la generación joven intentará describirle a su interlocutor, en detalle, los hechos que se desarrollaron en los juzgados de New York y el contexto en el cuál sucedieron, considerando los antecedentes judiciales y las discusiones doctrinarias que existen, hace años, al respecto.

Seguidamente, el viejo abogado, en bastardillas, responderá describiendo y explicando el derecho argentino aplicable a la cuestión y los mecanismos que se habían diseñado para enfrentar este tipo de situaciones. Expresará, también, su desconcierto con el apartamiento del deudor de esas herramientas, y las consecuencias que ese hecho ha tenido.

---

<sup>1</sup> Exposición realizada el 16 de julio del 2014 en la mesa organizada por la Academia Nacional de Ciencias Económicas sobre Mesa sobre “*Negociaciones con los holdouts ¿Cuales son las alternativas factibles?*”.

La respuesta, en la tercera parte, intentará incorporar la explicación anterior a la descripción inicial, tratando de dilucidar qué hubiera ocurrido en las cortes americanas si se hubieran usado las herramientas tradicionales para la reestructuración de deudas soberanas. Ese ejercicio intentará echar luz sobre la situación, con el objetivo de que esa claridad, en el mejor de los casos, provoque alguna solución para el problema.

## 2. *¿Qué fue exactamente lo que pasó en Nueva York?*

La disputa tiene ya muchos años, y miles de aristas, pero voy a tratar de contarte en detalle los puntos claves que llevaron a la Argentina a no poder pagarle sus créditos a los tenedores de los bonos recibidos en los canjes de los años 2005 y 2010 (los llamaré, genéricamente, los “Bonos Canjeados”). Creo que, para esquematizar la explicación, primero hay que dividir las aguas. Las acciones que se desarrollan en el circuito judicial de New York pueden separarse en dos grandes vías.

La primera es la tradicional. Luego del default de 2002, varios tenedores de bonos iniciaron acciones contra la Argentina en las cortes de New York.<sup>2</sup> De manera relativamente rápida, obtuvieron sentencias que los habilitaban al cobro de sus créditos a través de los mecanismos usuales para la ejecución de sentencias.<sup>3</sup> Esto inició la típica relación de “gatoratón” entre acreedor y deudor, en la que el acreedor trata de embargar y ejecutar activos del deudor para cobrar sus créditos y el deudor trata de evitar que esos activos sean ejecutados.<sup>4</sup> En líneas generales, la Argentina siempre salió ganando de esta contienda.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Según el informe de EMTA de junio de 2009 (disponible en: [http://www.clubdeparis.org/sections/communication/evenements/rencontre-avec-secteur/secteurprive2009/rencontre-avec-secteur/document-  
emta/downloadFile/file/EMTA\\_Analysis.pdf?nocache=1256649422.38](http://www.clubdeparis.org/sections/communication/evenements/rencontre-avec-secteur/secteurprive2009/rencontre-avec-secteur/document-emta/downloadFile/file/EMTA_Analysis.pdf?nocache=1256649422.38)) a esa fecha ya se habían iniciado 140 demandas, de las cuales 130 estaban radicadas en New York.

<sup>3</sup> Al respecto, ver Wautelet, Patrick, “*Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: How to Find Balance?*” en SOVEREIGN DEBTORS AND CREDITORS – MARCH 2011, pág. 12, nota 61. Según el autor, las primeras sentencias contra la Argentina datan de 2003.

<sup>4</sup> El principal argumento de Argentina se basó en la inmunidad de sus activos por aplicación del Foreign Sovereign Immunities Act (“FSIA”). Sobre la relación entre el deudor soberano y sus acreedores en las cortes de New York, ver Horacio Tomás Liendo III, “*Sovereign Debt Litigation Problems in the United States: A Proposed Solution*”, OREGON REVIEW OF INTERNATIONAL LAW, Volume 9, Number 1, (2007).

<sup>5</sup> De hecho, ese es uno de los argumentos de la Corte de Apelaciones toma para considerar que el remedio de equidad es procedente (“...*monetary damages are an ineffective remedy for the harm plaintiffs have suffered as a result of Argentina’s breach. Argentina will simply refuse to pay any judgment. It has done so in this case by, in effect, closing the doors of its courts to judgment creditors*”, 12-105(L), pág. 24, NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina, 699 F.3d 246 (2d Cir. 2012)). Pero no nos adelantemos.

La segunda vía, independiente de la anterior, es la que se transformó en “el juicio del siglo”.<sup>6</sup> A través de este proceso, en vez de reclamar el pago de sus acreencias, los tenedores de bonos que no entraron a los canjes demandaron a la Argentina por incumplimiento contractual de la cláusula *pari passu* y solicitaron al juez que dicte una medida de equidad para remediar dicho incumplimiento. Esto es lo que voy a tratar de explicarte en detalle.

Según consta en los registros, en el año 2009 el fondo NML y otros acreedores solicitaron a la Corte de Distrito que declarara el incumplimiento de Argentina de la cláusula 1(c) del Fiscal Agency Agreement del año 1994 (“FAA”) (en adelante, la “Cláusula *Pari Passu*”), que rige los términos de los bonos en cuestión. Adicionalmente, le pidieron a la corte que utilizara sus poderes inherentes de equidad para establecer un remedio para esa situación.<sup>7</sup>

Así, desde el principio, la cuestión quedó dividida en dos: determinar si hubo un incumplimiento a la Cláusula *Pari Passu* y, de haberlo, definir cuál era remedio aplicable. De hecho, en su primera decisión, de fecha 7 de diciembre de 2011, el Juez Thomas Griesa declaró que la Argentina había incumplido los términos de dicha cláusula, pero se negó a adoptar el remedio requerido por los actores.<sup>8</sup> Primero voy a tratar de explicarte, entonces, por qué tanto la Corte de Distrito como la Corte de Apelaciones, aunque con criterios diferentes, determinaron que había existido tal incumplimiento. Más adelante nos vamos a ocupar del remedio.

#### a. El incumplimiento.

La cláusula 1(c) del FAA dice: “*Los Bonos constituirán*” ... “*obligaciones quirografarias, no subordinadas, directas e incondicionales de la República, y en todo momento mantendrán un rango pari passu, sin preferencia entre ellas. Las obligaciones de pago de la República bajo los Bonos deberán mantener en todo momento por lo menos el mismo rango que toda otra Deuda Externa quirografaria, no subordinada, presente y futura*”.<sup>9</sup> El

---

<sup>6</sup> Así lo denominó, por ejemplo, el Financial Times, ver <http://ftalphaville.ft.com/tag/pari-passu-saga/>.

<sup>7</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 1.

<sup>8</sup> Los actores habían requerido que se aplicara el remedio de cumplimiento específico.

<sup>9</sup> FAA, pág. 2. (traducción libre). El texto original, en inglés, dice: “*The Securities will constitute*” ... “*direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari*

argumento de NML fue que la Argentina había realizado diversos actos para dar preferencia a los Bonos Canjeados y, al hacerlo, en los hechos, había bajado el rango de los bonos bajo el FAA. Eso implicaba, decían, un incumplimiento a la segunda parte de la cláusula (a la que la Corte de Apelaciones llamó “cláusula de trato igualitario”).<sup>10</sup>

Una cuestión extremadamente relevante es que no había antecedentes jurisprudenciales en New York sobre la aplicación de esta cláusula.<sup>11</sup> Sin embargo, desde el año 2000, gran parte de la doctrina había debatido su significado como consecuencia del fallo de la corte de Bruselas contra Perú en la demanda iniciada por Elliot Associates Ltd.<sup>12</sup> En ese caso, la Cámara de Apelaciones de Bruselas, aplicando la ley de New York, determinó que Perú estaba obligado, a través de la cláusula *pari passu*, a pagar a todos sus acreedores en forma proporcional. Así, consideró que Perú había violado el contrato solamente por haber intentado pagar a un nuevo acreedor mientras el acreedor beneficiario de la cláusula *pari passu* –en este caso, el fondo Elliot Associates- permanecía impago. El resultado fue una medida cautelar, obviamente dictada *in audita parte*, notificando a los agentes involucrados que deberían distribuir los fondos que recibieran entre los acreedores designados y el actor.<sup>13</sup> Perú no quiso entrar en el debate y pagó el valor nominal de los bonos, más los intereses hasta la fecha de pago, para terminar con la cuestión. Toda la cuenta sumó 56,3

---

*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 the other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness”.*

<sup>10</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 5. La cita de la publicación oficial es NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina, 699 F.3d 246 (2d Cir. 2012).

<sup>11</sup> De hecho, había gran expectativa al respecto. Ver Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, *Sovereign Piracy*, *The Business Lawyer*; Vol. 56, (2001), pág. 647 y Anna Gelpern, *After Argentina*, Rutgers School of Law-Newark, Research Paper Series, Paper No: 011, <http://ssrn.com/abstract=880794>, (2005), pág. 6-7. En ese sentido, ver también Robert Cohen, “*Sometimes a cigar is just a cigar. The simple story of pari passu*”, 40 *Hofstra Law Review* 11 (2011), pág. 14-17, donde se citan las únicas tres interpretaciones existentes antes del caso de Argentina, dos en Bruselas y una en California.

<sup>12</sup> Ver, entre otros, Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, op. cit. *supra* nota 11; Lee C. Buchheit y Jeremiah S. Pam, “*The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*”, 53 *Emory L.J.* 869, 873 (2004); William W. Bratton, “*Pari Passu and a Distressed Sovereign’s Rational Choices*”, 53 *Emory L.J.* 823, 828-33 (2004); Anna Gelpern, op. cit. *supra* en nota 11; y Mark Weidemaier, Robert Scott y Mitu Gulati, “*Origin Myths, Contracts, and Hunt for Pari Passu*”, en <http://ssrn.com/abstract=1633436> (2011).

<sup>13</sup> Ver Elliot Assocs. L.P., General Docket No. 2000/QR/92 (Corte de Apelaciones de Bruselas, 8va. Cámara), 26 de septiembre de 2000. Una traducción no oficial al inglés puede encontrarse en *The Business Lawyer*, University of Maryland School of Law. En adelante, la llamaremos “La Decisión de Bruselas”. El fallo está muy bien explicado en el artículo de Mitu Gulati y Kenneth Klee, citado *supra* en la nota 12.

millones de dólares.<sup>14</sup> Es decir, Perú tenía pocos incentivos para seguir litigando.<sup>15</sup>

Ahora, si bien el problema resultó menor para Perú y un éxito para Elliot, la Decisión de Bruselas revolucionó el mundo de la deuda soberana. Sobre todo porque el tema quedó irresuelto en cuanto al fondo de la cuestión. La gran mayoría de las partes involucradas -salvo Elliot, obviamente-<sup>16</sup> atacaron la interpretación de la corte de Bruselas por considerarla claramente errónea y lamentaron que no haya habido una decisión de fondo que corrigiera ese equívoco.<sup>17</sup> Si bien hay muchas interpretaciones,<sup>18</sup> el entendimiento generalizado era que la cláusula protegía a los bonistas frente una subordinación involuntaria, que implicara un claro desbaratamiento de sus derechos de cobro, pero que no los protegía de la decisión del deudor de pagar a un acreedor antes que a otro, incluso cuando el acreedor impago tuviera su deuda acelerada.<sup>19</sup>

En ese contexto, la decisión de Griesa de diciembre del 2011 fue una patada al hígado de la comunidad financiera internacional. Griesa dijo, sin pelos en la lengua, que Argentina había violado la Cláusula *Pari Passu* dos veces: (i) cuando relegó a los bonos de NML a una clase “no pagable” al no realizar los pagos de dichos bonos cuando al mismo tiempo pagaba los bonos canjeados; y (ii) cuando dictó la Ley No. 26.017 (la “Ley Cerrojo”) y

---

<sup>14</sup> Elliot había comprado los bonos, de un valor nominal de 20,7 millones de dólares, a un valor de descuento de 11,4 millones, y había obtenido una sentencia favorable en New York por USD 55,7 millones. El resto fueron intereses posteriores a la sentencia.

<sup>15</sup> Sobre todo porque la baja relevancia del monto para Perú contrastaba con el gravísimo riesgo de que se le cayera su Plan Brady, recién logrado, cuando vencieran los 30 días de gracia que estaban corriendo.

<sup>16</sup> De hecho, Robert Cohen, abogado de Elliot, no quiso quedar afuera del debate y escribió el artículo citado *supra* en la nota 11.

<sup>17</sup> Ver, por ejemplo, la nota final del artículo de Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, *op. cit. supra* nota 12, pág. 651.

<sup>18</sup> De hecho, se ha llegado a admitir, lastimosamente, que nadie sabe de manera certera qué quiere decir la cláusula (ver Lee Buchheit, “*The Pari Passu Clause Sub Specie Aeternitatis*”, INT’L FIN. L. REV., Dec. 1991, pág. 11), cuestión que generaba aún más ansiedad frente a la decisión de la justicia de New York al respecto.

<sup>19</sup> “*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 discrimination*”, Lee Buchheit, “*The pari passu clause sub specie aeternitatis*”, International Financial Law Review (1991), citado por Rodrigo Olivares Caminal en “*The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation*”, BIS Papers No. 72. (2011), pág 125. “*The pari passu undertaking is not broken merely because one creditor is paid before another*”, PHILIP WOOD, LAW AND PRACTICE OF INTERNATIONAL FINANCE 156 (1980), citado por Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, *op. cit. supra* nota 11. Pese a la posición de Elliot, parecía estar aceptado que la violación a la cláusula *pari passu* debía incluir algún tipo de acción legislativa por parte del deudor soberano. Al respecto, ver Robert Cohen, *op. cit. supra* en nota 11, pág. 18-19, y Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, *op. cit. supra* en nota 11, pág. 640.

sus leyes complementarias.<sup>20</sup> En el fallo, las dos violaciones aparecen de manera independiente, con lo que cualquiera de las dos hubiera sido suficiente para declarar el incumplimiento, incluso sin la concurrencia de la otra.<sup>21</sup> Esto implicaba que, para la justicia de New York, pagar a un acreedor y no a otro era, en sí mismo, una violación a la cláusula *pari passu*.<sup>22</sup> En alguna medida, la Corte de Apelaciones, mucho más permeable a las cuestiones macroeconómicas involucradas, intentó corregir esa interpretación (o, por lo menos, no la dejó firme).

El 26 de octubre de 2012, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de New York confirmó la conclusión de Griesa acerca de la violación de la cláusula *pari passu* por parte de la Argentina.<sup>23</sup> Sin embargo, para hacerlo realizó un nuevo análisis de la cuestión. La Corte encontró seis hechos que, a su criterio, eran suficientes para declarar el incumplimiento. Esos hechos son: (i) durante 6 años, Argentina no realizó los pagos de los bonos bajo el FAA mientras al mismo tiempo pagaba los bonos canjeados en tiempo y forma; (ii) Argentina ha renovado cada año el diferimiento de pagos de los bonos bajo el FAA;<sup>24</sup> (iii) Argentina declaró en el prospecto de emisión de los nuevos bonos que no tiene intención de reasumir los pagos de los bonos bajo el FAA; (iv) Argentina declaró en los documentos presentados ante la Securities Exchange Commission que “*clasificó los bonos bajo el FAA en una categoría separada de su deuda regular*” y que “*no está en posición legal de pagarlos*”; (v) el Congreso dictó la Ley Cerrojo; y (vi) las cortes argentinas han dado aplicación a la Ley Cerrojo, negando la ejecución de sentencias neoyorquinas en jurisdicción argentina.<sup>25</sup>

---

<sup>20</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Dic. 7, 2011). La Ley Cerrojo, y sus complementarias, impedían al gobierno argentino reabrir el proceso de canje una vez vencidos los plazos establecidos para el mismo, como tampoco ofrecer a los bonos viejos ningún tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada si no hubiesen aceptado el canje en las fechas previstas. La Ley No. 26.547 suspendió la aplicación de la Ley Cerrojo desde el su dictado, el 9 de diciembre de 2009, hasta el 31 de diciembre de 2010, para habilitar el canje del año 2010.

<sup>21</sup> Yendo al detalle, es realmente extraño que Griesa se haya decidido por esa redacción, cuando en la audiencia del día 28 de septiembre de 2011 había hecho especial énfasis en los actos legislativos del Congreso argentino de 2005 y 2010 como la razón fundamental para declarar el incumplimiento a la Cláusula *Pari Passu*. Ver Transcript of Oral Argument, pág. 41, *NML Capital Ltd.*, 2011 WL 4526332 (No. 08 Civ. 6978 (TPG)), citado por Robert Cohen, op. cit. *supra* nota 11, pág. 21.

<sup>22</sup> Ésta es la interpretación sostenida por Elliot, y que Robert Cohen defiende en su artículo citado *supra* en la nota 11. Esa misma interpretación es la que ataca fervientemente el resto de la comunidad financiera internacional, con Lee Buchheit a la cabeza.

<sup>23</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, 699 F.3d 246 (2d Cir, 2012).

<sup>24</sup> Esto se viene haciendo desde el año 2002. La última prórroga fue realizada a través del artículo 56 de la Ley No. 26.895, que aprobó el presupuesto para el ejercicio 2014.

<sup>25</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 20.

Ocurrido todo esto, dijo la Corte, encontró poca dificultad en concluir que Argentina había incumplido la Cláusula *Pari Passu*.

Pese a confirmar la conclusión de Griesa, la Corte de Apelaciones - consciente de la repercusión de su decisión- quiso dejar una puerta abierta a la posición de la comunidad financiera internacional. Esto lo hizo en una nota al pie, donde estableció que “*en la medida en la que la corte de distrito sugirió que un incumplimiento ocurriría con cualquier falta de pago que estuviese acompañada de un pago a otra deuda*”... “*nosotros no necesitamos decidir si eso es correcto. Tampoco necesitamos determinar si el ‘dictado de leyes’ [refiriéndose a la Ley Cerrojo], como única medida, resultaría en un incumplimiento de la cláusula de Trato Igualitario. Simplemente afirmamos la conclusión de la corte de distrito de que la conducta de Argentina aquí sí lo hizo*”.<sup>26</sup> De esa manera, la Corte de Apelaciones intentó despegar el caso de Argentina de la Decisión de Bruselas, abriendo la puerta para que se interprete que el incumplimiento de la cláusula *pari passu* requiere un curso de conducta específico, y no solamente el pago de una deuda mientras otra deuda queda impaga. A la fecha de hoy, ese es el único indicio que tenemos acerca de la consideración de esta cuestión por el tribunal de alzada de New York. La Corte Suprema de Estados Unidos, como sabemos, se negó a revisar el caso.<sup>27</sup>

#### b. El remedio.

Establecido el incumplimiento, se abre el otro gran interrogante. ¿Qué hacemos con esto? Si nos guiamos por la letra del contrato –y esto es precisamente lo que argumentaron los abogados de Argentina-<sup>28</sup> el incumplimiento de las obligaciones asumidas por el deudor está regulado en la cláusula 12(b) del FAA. Allí dice que, ante un incumplimiento de una o más obligaciones de Argentina que no fuera remediada dentro de los 90 días de haber sido notificada, los tenedores del 25% del capital de cada serie tendrán el derecho de acelerar la deuda y exigir el pago inmediato de la misma. Como al momento de iniciar la demanda la deuda ya estaba

---

<sup>26</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 27, nota al pie 16.

<sup>27</sup> El 16 de junio de 2014, la Corte Suprema de los Estados Unidos de América rechazó el *writ of certiorari* presentado por la República Argentina en Republic of Argentina vs. NML Capital, Ltd, ET. AL (13-990), así como el presentado por EXCHANGE BONDHOLDERS GROUP (13-991).

<sup>28</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 14.

acelerada -de hecho, estaba vencida-, entonces, el incumplimiento no tendría ningún efecto práctico.

Por supuesto, como bien sabés, esto no fue lo que sucedió. De hecho, la cuestión del remedio es quizá el punto jurídico de mayor importancia de todo el pleito. En su pedido inicial, NML solicitó la aplicación de los remedios de cumplimiento específico (*specific performance*) y prohibición de hacer (*injunction*), que son remedios de equidad de amplia aplicación, cuyos términos pueden ser determinados por los jueces con un amplio grado de discreción. En efecto, la tradición del *common law* ha mantenido en cabeza de las cortes americanas algunas facultades residuales que tenían las antiguas cortes de equidad para resolver situaciones que no tienen otro remedio bajo las normas aplicables. En su solicitud, NML basó el pedido en la regla 65(d) de las Reglas Federales de Procedimiento Civil (“FRCP”, por sus siglas en inglés)<sup>29</sup> y en “*los poderes de equidad inherentes de la corte*”.<sup>30</sup> Es decir, la aplicación de este remedio no es la solución habitual para las demandas por incumplimiento de contrato. En esos casos, el remedio normal es indemnización por daños.<sup>31</sup> Las órdenes de cumplimiento específico son remedios excepcionales que los jueces pueden aplicar, a su discreción, cuando no hay otra solución bajo la normativa aplicable y el remedio de daños no sea adecuado.<sup>32</sup>

En ese sentido, el 23 de febrero de 2012, luego de haber reconsiderado el pedido de NML,<sup>33</sup> el juez Thomas Griesa dictó una orden de cumplimiento específico contra la Argentina, ordenándole a realizar un pago proporcional<sup>34</sup> a NML de manera concurrente, o por adelantado, cada vez

---

<sup>29</sup> Allí se establecen los requisitos de procedencia para el “*injunction*”.

<sup>30</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y, Dic.7, 2011), pág. 1.

<sup>31</sup> “*The normal remedy for breach of contract is, of course, money damages. Specific performance is exceptional*”, Anthony Townsend Kronman, “*Specific Performance*” (1978), Faculty Scholarship Series, Paper 1072, [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1072](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1072), pág. 354 (citas omitidas).

<sup>32</sup> Ver artículo de Anthony Townsend Kronman, op. cit. *supra* nota 31, pág. 355, especialmente en notas 17, 17 y 19. Esto también es explicado por la Corte de Apelaciones en *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Aug. 23, 2013), pág. 12, citando *Grupo Mexicano de Desarrollo S.A. v. Alliance Bond Fund, Inc.*, 527 U.S. 308, 333 (1999).

<sup>33</sup> Que, recordemos, había rechazado el 7 de diciembre de 2011.

<sup>34</sup> Hubo una larga discusión sobre qué significado se le asignaba a la expresión “pago proporcional” (*ratable payment*, en inglés). Luego de dos rounds judiciales, la Corte de Apelaciones confirmó la apreciación de Griesa de que el “pago proporcional” representa el porcentaje que se paga sobre los montos vencidos bajo las obligaciones en cuestión. Es decir, si se paga el 100% del servicio de intereses que vence, se debe pagar a NML el 100% de la deuda que tiene vencida. Es decir, toda.



que pagara cualquier monto bajo los bonos u otras obligaciones emitidas en el marco de los canjes de los años 2005 y 2010.<sup>35</sup>

Como justificación de la medida, Griesa explicó que en el caso “*no existe remedio adecuado bajo la ley aplicable a las repetidas violaciones de la República al párrafo 1 (c) del FAA porque la República ha dejado claro –de hecho, lo ha codificado a través de las Leyes No. 26.017 y 26.547- su intención de desafiar cualquier sentencia dineraria emitida por esta corte*”.<sup>36</sup> En esa línea, dijo que “*de hecho, el remedio de equidad es particularmente apropiado en este caso, porque la República se ha embarcado en un esquema sistemático y sin precedentes para hacer pagos a otras deudas después de haber repudiado sus pagos a las obligaciones que tiene con NML, en directa violación al párrafo 1 (c) del FAA*”.<sup>37</sup> Y concluye diciendo que “*en ausencia de este remedio, la República continuará violando el párrafo 1 (c) con impunidad*”.<sup>38</sup>

De lo anterior se puede apreciar que, si bien Griesa pareció implicar en su fallo del 7 de diciembre de 2011 que la violación a la cláusula *pari passu* se configuraba únicamente con el pago a un acreedor mientras otro queda impago, en esta orden estaría admitiendo que la aplicación del remedio excepcional se ve justificada, de manera casi imprescindible, por el “repudio” de la deuda con NML, para lo cual el dictado de las leyes No. 26.017 y 26.547 son un elemento esencial. Esto es extremadamente importante y, quizá, el punto clave para resolver la cuestión. Ya lo explicaremos en detalle más adelante.

---

<sup>35</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 3.

<sup>36</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 2. Lo curioso, y novedoso, de esta interpretación es que Griesa amplía el significado de “inadecuados” para justificar el dictado de la orden. En general suele entenderse que, cuando se dice que la indemnización dineraria por daños es un remedio “inadecuado”, se está diciendo que el dinero no es suficiente remedio para reparar los daños causados. Por esa razón se habilita el remedio de cumplimiento específico (el caso típico, incluso bajo ley argentina –recordemos el artículo 505 del Código Civil- es la obligación de escriturar). En este caso, por supuesto, nadie discute que los daños dinerarios serían remedio suficiente, precisamente porque el reclamo es de dinero. Pero Griesa entiende que la indemnización por daños también puede considerarse “inadecuada” cuando no puede conseguirse por cuestiones fácticas o procesales. Griesa dijo, en definitiva, que “ineficaz” es una especie dentro del género de “inadecuado”. La Corte de Apleaciones avaló esa interpretación.

<sup>37</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 3.

<sup>38</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 2.

La orden de cumplimiento específico fue reforzada con un *injunction*, a través del cual tanto Argentina como sus agentes<sup>39</sup> tienen prohibido realizar pagos bajo los bonos resultantes de los canjes 2005 y 2010 (los “Bonos Canjeados”) si Argentina no cumple con sus obligaciones bajo la cláusula *pari passu*, haciendo el pago proporcional a NML.<sup>40</sup> Esta medida es, en definitiva, la que produce el efecto buscado, porque le genera a Argentina una consecuencia negativa al no cumplir con la orden.<sup>41</sup>

Tan es así que, en el caso de *Elliot v. Perú*, la medida adoptada en la Decisión de Bruselas fue, únicamente, un *injunction* esencialmente idéntico al dictado por Griesa a favor de NML.<sup>42</sup> En ese caso, aún sin haber sido acompañado por una orden de cumplimiento específico, fue suficiente para forzar a Perú al arreglo.<sup>43</sup>

Las defensas de Argentina contra este remedio fueron varias, como era de esperarse. Sus abogados argumentaron: (i) que el remedio contractualmente acordado era la aceleración; (ii) que los daños sufridos

---

<sup>39</sup> Pese a otro debate judicial, los agentes intermediarios fueron incluidos en la orden. Los únicos agentes exceptuados son los bancos que solamente reciban transacciones electrónicas de pago (EFTs). En concreto, tanto Bank of New York (BoNY), como Depositary Trust Company (DTC) y Euroclear están acañados por la orden. Al respecto, ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Nov. 21, 2012) y *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Aug. 23, 2012).

<sup>40</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Feb.23, 2012), pág. 4.

<sup>41</sup> La otra consecuencia de no cumplir con la orden es la declaración de *contempt of court*. Pero no es una medida que tenga mayores efectos sobre un estado soberano. Recordemos que Griesa declaró a la Argentina en *contempt* el 29 de septiembre de 2014, sin aplicar ninguna sanción específica y sin producir mayores efectos en el pleito. Pese a eso, la declaración de *contempt* pudo haber funcionado como disuasivo frente a los agentes intermediarios, sobre los que sí tendría efectos adversos una potencial declaración de *contempt*. Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Sep. 29, 2014).

<sup>42</sup> Ver Eduardo Luis Lopez Sandoval, “*Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott?*” (Harvard Law., Int’l Fin. Seminar, 2002), <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp44.pdf>, pág. 16-20.

<sup>43</sup> Hay dos antecedentes más sobre aplicación de medidas por incumplimiento de la cláusula *pari passu*, aunque ninguno de los dos en New York. El primero es de otra corte de Bélgica, en el caso de *Nicaragua v. LNC Investments, LLC*, General Docket No. 2003/KR/334 (Court of Appeals of Brussels, 9th Chamber, Mar. 19, 2004). Allí se dictó una medida prácticamente idéntica a la Decisión de Bruselas, basándose precisamente en ese precedente. Sin embargo, la decisión fue revocada en una instancia superior por cuestiones no relacionadas con la interpretación de la cláusula *pari passu*. El segundo fue en California, *Red Mountain Finance Inc. v. Democratic Republic of Congo*, No. CV 00-0164 R (BQRx), 2000 WL 34479543 (C.D. Cal. June 10, 2002). Allí la corte de distrito denegó la petición del acreedor de aplicar el remedio de cumplimiento específico, pero sí admitió los argumentos en relación con el *injunction* y le prohibió a la República de Congo realizar pagos de sus deudas sin antes pagar proporcionalmente al actor su crédito. La corte de California no explicó, sin embargo, los razonamientos que la llevaron a esa conclusión. La orden fue retirada luego de que las partes llegaran a un acuerdo. Al respecto, ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, (*Brief for the United States of America as Amicus Curiae in support of reversal*, Abr. 4, 2012, pág. 15). Los mismos casos son explicados por Robert Cohen en su artículo citado *supra* en nota 11, pág. 16-17.

por NML son monetarios, por lo que no representan un daño irreparable que pueda ser sujeto a la aplicación de remedios de equidad; (iii) que la orden viola el artículo 1609 del FSIA porque obliga a Argentina a pagar con activos que están sujetos a inmunidad soberana y, como tales, no son ejecutables por los tribunales americanos;<sup>44</sup> (iv) que el remedio adoptado producía severo daño a la Argentina y a los tenedores de Bonos Canjeados;<sup>45</sup> y (v) que los fondos retenidos corresponden a los tenedores de los Bonos Canjeados, que son terceros en el pleito y no deberían ser afectados.

Los dos primeros argumentos son rebatidos por la Corte de Apelaciones adhiriendo a la interpretación de Griesa de que, como Argentina no ha podido ser obligada a pagar las sentencias en su contra, la imposición de daños monetarios resultó “ineficaz” para solucionar el problema y en consecuencia, debe considerarse que esa solución es “inadecuada”.<sup>46</sup> El daño, así, deviene “irreparable” por las habituales vías de ejecución. En ese contexto, la Corte de Apelaciones consideró que la corte de distrito había ordenado un remedio apropiado.

Pero agrega un elemento nuevo al razonamiento. Dice que la forma en la que la Argentina transformó el remedio monetario en “ineficaz” fue a través de “*cerrar las puertas de sus cortes a los acreedores con sentencia*”.<sup>47</sup> Ese es un punto clave. Si las sentencias –cualquiera, no necesariamente las del mismo acreedor- hubieran podido ser ejecutadas en jurisdicción argentina, es probable que este remedio hubiera sido considerado inaplicable.

La respuesta de la Corte al argumento acerca de la inmunidad de embargo y ejecución de los activos afectados por la orden da mucha tela para cortar. Primero, la Corte dice que los remedios adoptados “*no embargan, capturan o ejecutan ninguna propiedad*”. Y agrega que “*las órdenes pueden ser cumplidas sin que la corte nunca ejercite dominio sobre propiedad*

---

<sup>44</sup> El artículo 1609 del FISA dice: “*la propiedad de un estado extranjero en los Estados Unidos será inmune de embargo y ejecución*” (traducción libre). Este argumento plantea que no existen activos “no inmunes” para embargar y/o ejecutar, porque si no ya los hubieran embargado y/o ejecutado. Y, como los restantes activos son “inmunes”, cualquier pago que la Argentina hiciera lo tendría que hacer utilizando estos últimos. Es decir, que NML está usando un mecanismo indirecto para llegar a activos a los que no debería poder llegar, por estar protegidos por el FSIA.

<sup>45</sup> Esta es una de las defensas típicas contra el remedio de cumplimiento específico (“*severe hardship defense*”).

<sup>46</sup> Al respecto, ver el comentario de la nota 36. El precedente que cita la Corte es *Pashaian v. Eccleston Props. Ltd.*, 88 F.3d 77, 87 (2d Cir. 1996).

<sup>47</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 24.

*soberana*”. Hasta ahí, parece rebatir el argumento implicando que no es materia del pleito analizar con qué activos va a pagar Argentina, pero siempre asumiendo que efectivamente tiene que pagar.<sup>48</sup>

Pero luego establece específicamente que “*las órdenes no requieren que Argentina le pague a ningún acreedor ninguna suma de dinero*” porque solamente “*ordenan a Argentina a cumplir con sus obligaciones contractuales de no alterar el rango de sus obligaciones de pago*”.<sup>49</sup> Esto es, por lo menos, confuso. La orden de cumplimiento específico dictada por la corte de distrito establece claramente que Argentina debe pagar. Esto último que dice la Corte de Apelaciones parece contradecir esa orden. Estaría implicando que la primera parte del remedio establecido por Griesa no sería del todo adecuada.<sup>50</sup> Sin embargo, no la modifica.

A esta altura vale aclararte que la revisión de la Corte de Apelaciones al contenido de la orden es restringida. La Corte de Apelaciones únicamente se limitó a evaluar si la corte de distrito había abusado de su discreción al dictar las órdenes. Y concluyó que no existió tal abuso. Pero no evaluó el diseño, los méritos, ni mucho menos la eficacia, de los instrumentos creados por Griesa.

Con relación al argumento acerca del daño severo que infringen las órdenes sobre la Argentina y los tenedores de Bonos Canjeados, la Corte de Apelaciones abordó el tema recordando que dicha defensa está sujeta a prueba. Y, al respecto, refirió que el expediente indica que la Argentina tiene fondos suficientes para pagar las sentencias, incluyendo 40.000 millones de dólares en reservas.<sup>51</sup> Agrega que, salvo indicar que las reservas funcionan como respaldo a la base monetaria, Argentina no pudo demostrar que no pueda afrontar el pago ordenado por la corte de distrito, o que el mismo le pueda producir un daño severo.

---

<sup>48</sup> Ese sentido parece tener el párrafo en el que analizan nuevamente esta cuestión, en agosto de 2013, cuando reafirman las aclaraciones de Griesa sobre la definición de pago proporcional y el alcance de la orden sobre las terceras partes involucradas. “*Las órdenes permiten a Argentina pagar sus deudas bajo el FAA con cualquier recurso que desee*” (traducción libre), *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Aug. 23, 2013), pág. 11.

<sup>49</sup> *Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 25.

<sup>50</sup> En línea con la decisión de la corte de distrito de California, en el fallo *Red Mountain Finance Inc.*, .citado en la nota 43.

<sup>51</sup> *Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 26. Esas eran las reservas del BCRA en dólares al momento de la resolución de la Corte de Apelaciones.

El último argumento es rebatido en la aclaración de agosto de 2013.<sup>52</sup> Allí, la Corte de Apelaciones indica que la única forma en la que los tenedores de Bonos Canjeados puedan ver afectados sus derechos es si Argentina voluntariamente incumple la orden dictada por Griesa.<sup>53</sup> Y que ese tipo de daño –el daño sufrido por un tercero como consecuencia de la desobediencia de otra parte a una orden judicial- no es válido como defensa contra la aplicación de la orden. Además, la Corte recuerda que los tenedores de Bonos Canjeados fueron específicamente informados, antes de aceptar la oferta de canje, acerca de los litigios iniciados por los tenedores de bonos bajo el FAA, donde incluso se les alertó sobre posibles “*interferencias con los pagos*” como consecuencia de dichas acciones.<sup>54</sup>

Esa es, hasta donde entiendo, la explicación de los hechos e interpretaciones que nos llevaron a la situación actual.

3. ¿Cuál era el derecho argentino aplicable a la cuestión y cuáles los mecanismos que se habían diseñado para enfrentar este tipo de situaciones?

*Muy interesante. Me comentaste también que hubo un caso posterior a NML v. Republic of Argentina, en el que se rechazó un pedido de aplicación de la cláusula de pari passu en los términos que había dispuesto el Juez Griesa respecto a la Argentina en lo que llamás “el juicio del siglo”, precisamente porque allí el deudor soberano, si bien tampoco le pagaba al acreedor mientras pagaba a otros, no había adoptado medidas adicionales como las que dispuso Argentina para discriminar a los acreedores viejos (anteriores a diciembre de 2001) respecto a los posteriores a esa fecha y, en particular, respecto de quienes recibieron bonos del canje (2005 y 2010).<sup>55</sup>*

---

<sup>52</sup> El 23 de agosto de 2013, la Corte de Apelaciones aceptó las aclaraciones de Griesa sobre la definición de pago proporcional y la afectación de terceros involucrados y confirmó las órdenes.

<sup>53</sup> Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Aug. 23, 2013), pág. 13. En este punto es donde la Corte de Apelaciones parece reconocer la necesidad de la orden de cumplimiento específico para escapar a la encerrona lógica que proponía el argumento sobre la afectación de los derechos de los tenedores de Bonos Canjeados. Sin embargo, dicha orden podría no ser interpretada como una orden de “pagar a NML su porción proporcional”, sino más bien de “cumplir con lo establecido en la cláusula *pari passu*” (lo que sea que eso signifique).

<sup>54</sup> *Id.*

<sup>55</sup> Ver *The Export-Import Bank of the Republic of China v. Grenada*, (S.D.N.Y., August 19<sup>th</sup>, 2013).

*Ello confirmaría que Argentina fue condenada por incumplimiento de la Cláusula de Pari Passu por algo más que simplemente no haber pagado a unos mientras pagaba a otros.*

*Ese “algo más” fue, entonces, lo que transformó a la situación argentina en única y sin precedentes.*

a. *¿Por qué el caso de Argentina no tiene precedentes?*

*Recordemos que en diciembre de 2001 un Presidente de la República Argentina interino declaró el default de la hoy llamada deuda vieja,<sup>56</sup> pero que con posterioridad y por motivos que exceden el presente Argentina empeoró sustancialmente su solvencia, es decir, entre diciembre de 2001 y febrero de 2002. La modificación del régimen monetario y cambiario por la ley 25.561 y la generalizada pesificación asimétrica dispuesta por el Decreto 214/2002 y complementarios, en el contexto de una megadevaluación de la moneda local,<sup>57</sup> llevaron al país a compensar a las entidades financieras locales mediante la emisión de nueva deuda por miles de millones de dólares,<sup>58</sup> mientras el producto bruto interno medido en dólares se desplomaba.<sup>59</sup>*

*Ello disparó el ratio deuda/PBI desde el 50% existente a diciembre de 2001, al 180% en cuestión de semanas. Las nuevas autoridades decidieron entonces que una reestructuración que se había anunciado en noviembre de 2001 sin quita de capital,<sup>60</sup> que se proponía extender los plazos de pago y reducir los intereses, debía incluir una quita sustancial y sin precedentes del orden del 70%. De ese modo el desaguado de las finanzas públicas argentinas lo pagarían en mayor medida los acreedores y, en particular, los acreedores externos,<sup>61</sup> que no son, en general, residentes y que no tienen buena prensa local. Pero para que ello efectivamente ocurriera, dichos acreedores debían aceptar voluntariamente la quita y espera dispuestas*

---

<sup>56</sup> En lo que aquí interesa, los títulos públicos de fecha anterior al 31 de diciembre de 2001.

<sup>57</sup> Inicialmente fue de un 40% (ver Decreto No. 71/2002), pero casi inmediatamente se volvió a modificar el régimen cambiario y la cotización del peso descendió a casi una cuarta parte del valor que tenía en diciembre de 2001.

<sup>58</sup> Ver Decreto No. 905/02, modificatorios y complementarios.

<sup>59</sup> Bajó de USD 280.000.000.000 aproximadamente a alrededor de USD 100.000.000.000, también aproximadamente.

<sup>60</sup> Ver Decreto No. 1387/01.

<sup>61</sup> Ya que a los otros grandes acreedores, los bancos locales, se los había compensado por sus quebrantos y a las AFJP's se les darían bonos cuasi par y sus pasivos eran en pesos.

*para reducir drásticamente el valor presente de la deuda externa. Si no lo hacían, no cobrarían hasta que no se cancelaran los créditos de quienes sí aceptarían la reestructuración. He allí el motivo de la subordinación de la deuda vieja al pago previo de la nueva.*

*No se hizo un liso y llano repudio de la deuda externa<sup>62</sup> sino que se adoptaron una serie de medidas mediante las cuales se instrumentó un repudio indirecto de las deudas viejas en los términos en que habían sido pactadas,<sup>63</sup> que podríamos designar como Actos de Subordinación,<sup>64</sup> ya que no se limitan a leyes, sino que los tres poderes que integran el gobierno de la Nación se involucraron en ello, como bien has explicado que lo describió la Corte de Apelaciones de Nueva York en su sentencia del 26 de octubre de 2012.<sup>65</sup>*

*Hasta donde se conoce, no existen precedentes en los que un deudor soberano haya dictado tantos actos administrativos, legislativos y judiciales para reducir el rango de la deuda vieja, que se propone no pagar, en un intento extremo de forzar a sus tenedores a aceptar voluntariamente la reestructuración dispuesta unilateralmente por el gobierno, que éstos no quieren aceptar.*

*Y si bien existen casos de repudio de la deuda pública, siendo los más conocidos los de Estados Unidos respecto a las deudas de los estados confederados derrotados en la llamada guerra de secesión, que incluyó en*

---

<sup>62</sup> Tal como dijeron los jueces Maqueda y Highton en su voto conjunto en “Galli” (Fallos 328:690, 2005): *“debe destacarse que la República Argentina no repudió su deuda pública”*.

<sup>63</sup> No se desconoce que existen las obligaciones, sino que se las pretende privar de las acciones para hacerlas exigibles en los términos de monto, plazo y tasa de interés originales. Argumentalmente se pretende que los acreedores estén obligados a aceptar los términos de los canjes, aunque ninguna norma disponga tal cosa. De todas formas, todos los años se aprueba, en cada Ley de Presupuesto, continuar con el diferimiento de pago de la deuda pública contraída con anterioridad al 31 de diciembre de 2001. Al respecto, ver *supra* nota 24.

<sup>64</sup> Incluyen, entre otros, las Leyes No. 26.017, No. 26.547, No. 26.886 (todas ellas, la Ley Cerrojo y sus complementarias), el artículo 56 de la Ley No. 26.895 que ordenó el diferimiento de las deudas anteriores al 31 de diciembre del 2001, la Ley No. 26.984 de Pago Soberano, y los demás actos complementarios.

<sup>65</sup> Textualmente, dijo la Corte de Apelaciones: *“Argentina made no payments for six years on plaintiffs’ bonds while simultaneously timely serving the Exchange Bonds. Argentina has renewed that moratorium in its budget laws each year since then. It declared in the prospectus associated with the exchange offers that it has no intention of reassuming payments on the FAA Bonds [...]. It stated in SEC filings that it had ‘classified the [FAA Bonds] as a separate category from its regular debt’ and is ‘not in a legal ... position to pay’ them. Its legislature enacted the Lock Law, which has been given full effect in its courts, precluding its officials from paying defaulted bondholders and barring its courts from recognizing plaintiffs’ judgments. By contrast, were Argentina to default on the Exchange Bonds, and were those bondholders to obtain New York judgments against Argentina, there would be no barrier to the Republic’s courts recognizing those judgments.”*

su Constitución;<sup>66</sup> Méjico, respecto a las deudas contraídas por el Emperador Maximiliano luego de su derrota por las fuerzas de Juárez;<sup>67</sup> y la Rusia comunista respecto a la deuda de los Zares en 1918,<sup>68</sup> en ellos se trató de un liso y llano rechazo al pago fundado en la atribuida invalidez de tales deudas y su inoponibilidad al Estado al que se reclamaban. En el caso argentino, por el contrario, no se discute la legitimidad de la deuda vieja sino que se alega la imposibilidad de pagarla en las condiciones pactadas.

Debemos destacar a esta altura que se trata de obligaciones pactadas bajo ley extranjera, en el caso, ley del Estado de Nueva York, a cuyos tribunales de justicia el país se sometió voluntariamente. Aunque debe aclararse que, aunque no lo hubiera hecho, por la mera circunstancia de haber realizado actos comerciales en los Estados Unidos estaría sometido a la jurisdicción de sus tribunales, según resulta de la FSIA.<sup>69</sup> De ello pueden extraerse dos consecuencias, por un lado, que las leyes argentinas que forman parte de los Actos de Subordinación no son aplicables a los bonos viejos y, por el otro, que son los tribunales neoyorquinos los que tienen jurisdicción para decidir la procedencia de las defensas argentinas fundadas en esas leyes.

Es en este punto donde se abre la brecha entre las dos visiones, las dos culturas. Mientras los Actos de Subordinación fueron vistos por los jueces americanos como la manifestación del incumplimiento argentino a las obligaciones contractuales de la República, esos mismos hechos fueron considerados por los jueces argentinos como “actos de soberanía”.

b. *¿Qué decidió la justicia argentina? El caso Claren.*

Claren Corporation tenía bonos viejos,<sup>70</sup> no consintió los canjes, demandó a la República Argentina en los tribunales de Nueva York ante el Juez Griesa y obtuvo una sentencia de condena que la Argentina consintió.<sup>71</sup>

---

<sup>66</sup> Ver Section 4 de la Enmienda XIV a la Constitución de los Estados Unidos de América.

<sup>67</sup> En el año 1867.

<sup>68</sup> Que fue avalada por la teoría de la “deuda odiosa” de Alexander Nahum Sacks, en *Les effets des transformations des Etats sur leurs dettes publiques et autres obligations financières* (Efectos de las transformaciones de los Estados sobre sus deudas públicas y otras obligaciones financieras), París, 1927.

<sup>69</sup> Ver Secciones 1603 (d) y (e), 1605 (a) (2) y 1610 (a) (2), principalmente, donde se dispone que los soberanos que realizan actos comerciales en los Estados Unidos están sometidos a sus tribunales, y que sus bienes comerciales no gozan de inmunidad. Los actos son comerciales por su naturaleza y no por su finalidad, es decir, que si se toma deuda en el mercado de capitales, se realiza un acto comercial con independencia de la finalidad a que se destinarán los fondos. Al respecto, ver el fallo *Argentina v. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607, 615 (1992).

<sup>70</sup> En el caso *Bonos Externos Globales 1997-2017*.



*En el juicio en Nueva York la Argentina tuvo amplias garantías de defensa habiendo alegado todas aquellas defensas relativas a los actos de soberanía y su incapacidad de pago, entre otras, todas las cuales fueron rechazadas.*

*Claren no intentó embargar bienes argentinos en el exterior, tarea costosa y de resultados inciertos. En lugar de ello siguió el procedimiento que estaba previsto en los documentos de los bonos que poseía. Decidió iniciar un exequátur<sup>72</sup> ante los tribunales locales para que se le reconociera la sentencia que había obtenido con el alcance que tienen las sentencias argentinas.<sup>73</sup> Se encargó de aclarar que no pretendía que se iniciara el procedimiento de ejecución de sentencia sino que su pedido se limitaba a obtener el reconocimiento aludido. Acreditó el cumplimiento de todos los requisitos formales y sustanciales aplicables.*

*Sin embargo, para su sorpresa, el Estado argentino, que había emitido los bonos bajo legislación extranjera, que había estado a derecho presentándose a la citación judicial sin oponer su inmunidad, consintiendo la jurisdicción del Juez de Nueva York, ejerciendo su derecho de defensa, colaborando en la determinación de la cuantía de lo adeudado y consintiendo la sentencia dictada en su contra, que no apeló, se opuso aquí al reconocimiento de esa misma sentencia bajo el argumento de que violaba el orden público argentino.*

*Más sorprendente fue que el 2 de marzo de 2010, el Juez Pablo Cayssials rechazara el exequátur considerando que la sentencia de Griesa violaba el orden público argentino, decisión confirmada por la Cámara de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal el 30 de diciembre de 2010, Sala V, aunque cabe destacar, con la disidencia del Dr. Gallegos Fedriani, quien votó por el reconocimiento de la sentencia y se encargó de recordar la legislación aplicable a la ejecución de sentencias contra el Estado, que en todo momento preserva el cumplimiento de sus funciones esenciales y no permite el embargo de los fondos afectados a ello.*

*Esos eran los fallos conocidos cuando la Corte de Apelaciones de Nueva York emitió su opinión el 26 de octubre de 2012 y a los que indudablemente*

---

<sup>71</sup> No solo porque no la apeló, sino porque revisó y consintió de modo expreso la liquidación de la deuda.

<sup>72</sup> No debo aclararte a vos pero si a los lectores, que fui el letrado patrocinante en el exequátur.

<sup>73</sup> Ver arts. 517 y 518 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación.

*se refiere cuando dice que los Actos de Subordinación impiden a los tribunales argentinos reconocer las sentencias a favor de los bonistas dictadas por los jueces de Nueva York.*

*Después de ello, pero antes del rechazo de la Corte Suprema de los Estados Unidos al recurso de certiorari planteado por la República Argentina,<sup>74</sup> la Corte Suprema de nuestro país con solamente cuatro firmas (Highton de Nolasco, Carmen Argibay, Zaffaroni y Maqueda), en una sentencia con la que culmina dicho propósito y que ella misma constituye uno más, sino el principal, acto de subordinación de la deuda vieja, se encarga de describir tales Actos de Subordinación con el apoyo del dictamen de la Procuración General de la Nación dictado en “Claren”,<sup>75</sup> coincidiendo con los hechos que había descripto la Corte de Apelaciones de Nueva York.*

*Refiere allí la Corte “las medidas dispuestas por el gobierno nacional a partir del año 2001”, que atribuye a “la imposibilidad de afrontar el pago de los servicios de la deuda pública en las condiciones pactadas”. Ellos fueron: (i) la declaración formal del default, que sitúa en el 24 de diciembre de 2001; (ii) la declaración de emergencia dispuesto por la ley 25.561; (iii) las instrucciones del Congreso al Ejecutivo para que iniciara las gestiones tendientes a reestructurar la deuda pública por la ley 25.565; (iv) el diferimiento de los servicios de “esa” deuda por numerosas normas entre las que menciona las sucesivas leyes de presupuesto (lo que subsiste al presente);<sup>76</sup> (v) los dos canjes de deuda instrumentados en 2005 y 2010 y, a ese efecto, (vi) el dictado de los decretos 1735/2004 y 563/2010 y las leyes 26.017 y 26.547 (la primera, la “Ley Cerrojo”, siendo la segunda su suspensión a los efectos del canje 2010).*

*Del listado anterior, los puntos (i), (ii) y (iii) son comunes a la deuda vieja y a la nueva (entonces todavía no reestructurada), por lo que no puede verse en ellos violación alguna a la obligación de tratar a toda la deuda externa bajo ley extranjera como de un mismo rango en cuanto a la prioridad de pago. Es de los tres últimos, (iv), (v) y (vi), de donde resulta la subordinación de la deuda vieja al pago de la nueva violando la cláusula de pari passu de los bonos viejos, “Diferimiento”, “Canjes” y “Ley Cerrojo”, de cuya combinación*

---

<sup>74</sup> Ver *supra* nota 27.

<sup>75</sup> Ver sentencia en el expediente C.462.XLVII.ROR, en autos “Claren Corporation c/ EN (arts. 517/518 CPCC exequatur) s/ varios” del 6 de marzo de 2014. El Dictamen de la Procuración General de la Nación es de fecha 5 de abril de 2013.

<sup>76</sup> Ver *supra* nota 24.

*resulta, sin lugar a dudas, que el Estado argentino cambió el rango de la deuda vieja asignándole una “prioridad de pago” subordinada a la de la deuda nueva que resultó de los Canjes.*

*El dictamen de la Procuración General en “Claren”, antes citado, lo ilustra francamente y sin ambages, dice que frente a su incapacidad para cumplir con sus compromisos el Estado “... tendrá que establecer entonces una prelación entre sus obligaciones y atender primero a las que sean de más vital interés ...”, afirmando que “... la sentencia invocada por Claren Corporation<sup>77</sup> vulnera la doctrina emanada de los casos citados en tanto implicaría dar prioridad al derecho de propiedad esgrimido por un acreedor individual por sobre la potestad del Estado argentino de, en su carácter de soberano, redefinir unilateralmente el conjunto de sus obligaciones en una situación de emergencia extrema”.*

*De tal suerte, al convalidar la Corte Suprema argentina los fallos anteriores que negaron el exequátur a una sentencia dictada por el juez Griesa de los Estados Unidos de América fundada en el contrato de empréstito internacional otorgado por la República Argentina, por entender que era contraria a los Actos de Subordinación, les otorgó a éstos un carácter superior a dicho contrato; ergo, llevó su subordinación al máximo nivel del ordenamiento jurídico argentino al ser la Corte Suprema el último tribunal de justicia capaz de invalidar actos del Ejecutivo o del Congreso por resultar contrarios a la Constitución, o resolver su inaplicabilidad al caso.*

*Obsérvese, en tal sentido, que la decisión no implicaba en lo inmediato una cuestión financiera ni colocaba a la República en la disyuntiva de pagar la deuda o cumplir sus obligaciones esenciales como Estado, ya que de haber concedido el exequátur, su efecto consiste en considerar al fallo extranjero como uno nacional y, sabido es, que las sentencias de condena contra el Estado tienen un largo procedimiento para hacerse exigibles y los recursos para hacerlo deben ser votados por el Congreso en la ley de presupuesto.*

*Según dicho procedimiento la sentencia debe notificarse judicialmente a los funcionarios competentes del Poder Ejecutivo antes del 31 de julio de cada año, quienes deben requerir los fondos necesarios para su pago en el anteproyecto de presupuesto de sus respectivos servicios administrativos*

---

<sup>77</sup> Se refiere aquí a la sentencia del Juez Griesa que condenara al Estado Argentino al pago de los Bonos Globales 1997-2017 de propiedad de Claren, objeto del exequatur o reconocimiento, que allí tramitaba.

*que se remiten a la Secretaría de Hacienda para que sean incluidos en el proyecto del ley de presupuesto general de la Nación que se remitirá al Congreso, y recién luego del cierre del período ordinario de sesiones en que debió tratarse, el acreedor estaría legitimado para instar la ejecución de la sentencia.*<sup>78</sup>

*Las rentas públicas (tributos de todo tipo), las reservas del Banco Central, los bienes del dominio público y aquellos afectados al cumplimiento de las funciones esenciales del Estado o aquellos que en la ley de presupuesto hubieran sido asignados a otros fines distintos al pago de la deuda. son inembargables.*<sup>79</sup>

*Además, como la propia Corte había dispuesto, el cumplimiento de las sentencias locales en materia de deuda pública estaba suspendido,<sup>80</sup> por lo que de haberse reconocido la sentencia del Juez Griesa en Claren, su cumplimiento en el territorio argentino hubiera estado suspendido por efecto del Diferimiento, que si bien no resulta aplicable a las sentencias extranjeras per se, sí lo hubiera sido a una sentencia extranjera reconocida en el país, a la que se le aplicarían los normas que rige la ejecución de las sentencias argentinas.*<sup>81</sup>

*Al no ser el “cuando” del pago de la sentencia del Juez Griesa, lo que la Corte consideró lesivo del orden público argentino, debe concluirse necesariamente que fue el “cuánto” o contenido de la sentencia extranjera lo que se consideró lesivo al sostener que “admitir la pretensión del accionante implicaría convalidar a éste, a través de una acción individual promovida ante un tribunal extranjero, eluda el proceso de restructuración de la deuda pública dispuesto por el Estado Argentino mediante las normas de emergencia dictadas ...”, es decir, mediante los Actos de*

---

<sup>78</sup> Ver art. 22 de la Ley No. 23.982, art. 19 de la Ley No. 24.624 y art. 170 de la Ley No. 11.672 complementaria permanente de presupuesto. Cuando se agotan los recursos votados para ese año los acreedores deben esperar los que se voten en el año siguiente o subsiguiente, según el art. 168 de la Ley No. 11.672.

<sup>79</sup> Ver art. 170 y concordantes de la Ley No. 11.672.

<sup>80</sup> Ver CSJN, 7/9/2010, T. 186. XLIV, en el que remitió a la opinión de la Procuración General de la Nación que refiere que “no se encuentra en discusión el crédito que los actores tienen respecto del Estado Nacional, sino el diferimiento que la demandada propone para el pago de la deuda”. Allí se convalida “suspender la ejecución de la sentencia”, aunque no se pone en duda su contenido, que se afirma irrevocable, ya que “no es susceptible de alteraciones ni aun por vía de la invocación de orden público” (subrayado añadido).

<sup>81</sup> “Si se dispusiere la ejecución, se procederá en la forma establecida para las sentencias pronunciadas por tribunales argentinos”, dice el último párrafo del art. 518 del Cod. Procesal.

*Subordinación,<sup>82</sup> que sin embargo, reitero, no habían afectado el quantum de lo adeudado y simplemente habían Diferido los pagos y prohibido ofrecer a los acreedores mejores condiciones de canje que los ofrecidos en 2005 y 2010.*

*En definitiva, la Corte argentina vino a confirmar los supuestos que había tenido la Corte de Apelaciones de Nueva York en su opinión del 26 de octubre de 2012, que mencionaste, en cuanto a que la subordinación se consumó mediante una combinación de actos, al negarse la República al mero reconocimiento de la sentencia extranjera que declaró el derecho del acreedor, señalando, en definitiva, que el único derecho posible para la Argentina es el que resulta de los Canjes, cuyos bonos están en un rango superior en cuanto a la prioridad de pago a los anteriores al 2001.*

*Al hacerlo, la Corte confirmó también que los Actos de Subordinación impiden a los tribunales argentinos reconocer las sentencias extranjeras que condenaron al Estado argentino a pagar la deuda vieja en las condiciones originales, y ello, aunque quedara sujeto el fallo foráneo reconocido al*

---

<sup>82</sup> Si bien ello excede el objeto del presente, la Corte incurrió en graves yerros jurídicos. El primero, confundir principios de orden público del derecho argentino, tal el requisito del inc. 4 del art. 517 del CPCC, con leyes de orden público. Luego, al incursionar en el contenido de la sentencia objeto del exequatur, ya que es sabido que se trata de un incidente que no permite la revisión del contenido de la sentencia extranjera. En lo que respecta específicamente al principio de orden público alegado por la Corte para rechazar el exequatur, lo identifica como la facultad del Estado Nacional, en su carácter de soberano, de reestructurar la deuda pública para afrontar una situación crítica de emergencia social, económica, financiera y administrativa. Pero no analiza ni menciona que los Canjes fueron voluntarios y, consecuentemente, los bonistas podían participar o no en ellos, conservando todos sus derechos bajo los bonos viejos si no lo hacían, no pudiendo haber orden público cuando se trata de actos disponibles, ya que es de la esencia de las normas de orden público que no se pueda pactar en contrario (*ver* Cód. Civil, art. 21). Pero, además, porque no hay principio ni norma alguna, sea o no de orden público, que los haya afectado: la Ley Cerrojo impedía al Gobierno ofrecer mejores condiciones que los Canjes anteriores a los efectos de un nuevo canje, pero no repudiaba la deuda vieja, como la propia Corte había aclarado en “Galli” (Fallos 328:690, 2005). Las leyes de Diferimiento, por otro lado, no cuestionaron la validez ni la legitimidad de la deuda. Por el contrario, la reconocieron -ya que no se puede diferir o postergar el pago de lo que no se debe-, limitándose a autorizar a los funcionarios responsables a no pagar deudas que habían contado con la debida y previa autorización legislativa en los presupuestos correspondientes a los años en las que fueron emitidas. Pero más grave aún por sus implicancias futuras fue la confusión de la Corte entre “normas de orden público” y “principios de orden público de derecho argentino” a los que remite el inc. 4) del art. 517 del Cód. Procesal aplicable, que la sentencia extranjera no vulnera, habiéndose limitado a reconocer los derechos patrimoniales nacidos de un contrato válido y vinculante para la República respecto a deuda emitida en un todo de acuerdo con la Constitución Nacional, la ley de administración financiera y las respectivas leyes de presupuesto. La Constitución, máximo exponente de tales principios reconoce al crédito público como una de las fuentes del Tesoro y garantiza el derecho de propiedad a nacionales y extranjeros que la propia Corte había interpretado en su tiempo como “*todo interés apreciable que el hombre posee fuera de sí mismo, de su vida y de su libertad*” (“Bourdieu v. Municipalidad de la Capital”, Fallos 145:307, 327 (1925)).

*procedimiento establecido por la legislación local para el cumplimiento de las sentencias de condena contra el Estado que, además, la propia Corte había considerado válidamente suspendidas.*<sup>83</sup>

- c. ¿Cuál era la solución legal compatible tanto con el derecho aplicable a los bonos como con los principios de orden público del derecho argentino?

*Además de sus yerros jurídicos, en mi opinión la Corte, como cabeza del Poder Judicial de la Nación, incurrió en un grave error de política judicial.*

*Al confirmar el rechazo del exequátur de Claren no sólo convalidó la interpretación de la Corte de Apelaciones de Nueva York dando renovados fundamentos a la condena contra la República por la violación de la cláusula de Pari Passu y tornando inevitable el rechazo de la Corte Suprema de los Estados Unidos al writ of certiorari planteado por la República, sino que cerró las puertas de la justicia argentina a las sentencias de condena dictadas en el extranjero en materia de deuda pública, frustrando un proceso ordenado de restructuración como aquel en el que pretendió fundar su fallo.*

*En efecto, el exequátur es el punto de encuentro de dos sistemas jurídicos: aquel en el que se sustanció el proceso en el que se dictó la sentencia extranjera y este otro en el que se pretende su reconocimiento para su posterior y eventual ejecución.*

*Mientras en el primero se aplica el derecho extranjero, en el segundo se aplica el derecho local. Quiere decir que si bien el derecho reconocido sería el previsto en las condiciones originales de los bonos, respetando la sustancia de la sentencia, las modalidades de su ejecución se regirían por la legislación local aplicable, evitando que colisione con el cumplimiento de las funciones esenciales del Estado.*

*Esa legislación había sido descripta detalladamente en el voto en disidencia de Gallegos Fedriani en Claren (Sala V) y se rige por los parámetros que he descripto.*

---

<sup>83</sup> Ver “Tonelli, Pablo Gabriel y otro c. PEN - ley 25.561 – dtos. 1570/01 214/02 s/amparo ley 25.561” (Expte. T.186.XLIV.REX, 2010).

*Contrariamente a ello, si se estableciera un régimen de consolidación como el establecido por la ley 23.982, el acreedor podría consentir que le entregaran bonos de consolidación en pago de su crédito. Dichos bonos cuyo diseño estaría a cargo del Congreso y no del acreedor, podrían ajustarse a la capacidad de pago de la República.<sup>84</sup>*

*Entiendo que ese era la solución legal compatible, tanto con el derecho aplicable a los bonos, como con los principios de orden público del derecho argentino, ya que respondería a la pregunta retórica de la Corte de Apelaciones sobre el tratamiento de los bonos viejos y nuevos, con la misma respuesta, el reconocimiento de los derechos de los acreedores que no habrían visto alterado su rango legal en cuanto a la prioridad de pago, entendiendo esto como algo distinto al hecho de que se paguen unas obligaciones y no otras.*

*Como podés advertir, pienso que el camino para lidiar con los holdouts no consiste en desconocerles sus derechos sino, por el contrario, en reconocérselos. De haberlo hecho, o de hacerlo en el futuro, pienso que ante la frustración de los bonistas frente a la imposibilidad de encontrar bienes embargables en el extranjero en cantidad suficiente para satisfacer a todos, la bienvenida a la jurisdicción local hubiera servido, o serviría, para atraer a la jurisdicción local a la mayor cantidad, sino todos, los casos de holdouts, permitiendo una solución que si bien prescinde del acuerdo voluntario para un arreglo, que parece imposible y requiere de las dos partes, permite armonizar el derecho de fondo aplicable con las cuestiones iuspublicistas locales involucradas.<sup>85</sup>*

---

<sup>84</sup> Como ejemplo, se pueden mencionar los bonos de consolidación originales, que eran en dólares a 16 años de plazo, y devengaban tasa LIBO.

<sup>85</sup> Un párrafo aparte, en tal caso, merece lo resuelto en material de tasa de justicia, ya que si bien la ley respectiva nada dice, en particular, sobre el incidente de exequátur, lo lógico sería considerar que esos procedimientos no están gravados, como hay jurisprudencia que así lo entiende (“Artline S.A. c/ Bussey Ruthland, Robert Nelson s/ pago de la tasa de justicia [incidente civil]”, expte. 27.080/03, Juzgado Nacional en lo Civil N° 54, Sala F, junio de 2003, por considerar que no se trata de un requisito para su procedencia). En su defecto, pienso, que no puede considerarse como monto del asunto a los efectos del pago de la tasa de justicia, el de la sentencia extranjera, ya que no es su contenido económico el objeto del exequátur sino la sentencia extranjera *en sí* respecto a su compatibilidad con los requisitos del derecho argentino. Sin embargo, en el caso de Claren, tanto en primera como en segunda instancia (nuevamente con la excepción del Dr. Gallegos Fedriani, quien consideró que el asunto era de monto indeterminado al no haberse instado ejecución) se sostuvo el criterio opuesto, inspirado en un *chauvinismo* exacerbado, imponiendo el pago de la tasa de justicia del 3% sobre el monto de la condena dispuesta por el Juez Griesa, constituyendo ello una nueva y gravosa carga para quienes no han podido cobrar nada desde el 2001, y que disuade a los acreedores de recurrir a la justicia local, lo que sin duda debería ser abordado por la legislación si esta vía se quisiera facilitar (ver “Claren Corporation - Inc. Tasa de Justicia s/ E.N. (ARTS. 517/518 CPCC EXEQUATUR

*Pero, además, sería interesante evaluar qué pasaría si se eliminaran los Actos de Subordinación y, como consecuencia de ello, se reconocieran las sentencias de Griesa sobre los bonos viejos en la Argentina a quienes lo solicitaran. En tal caso, ¿podría o, incluso, debería el Juez Griesa dejar sin efecto el equity remedy que dispuso, levantando el injunction y autorizando el pago de los bonos nuevos sin el simultáneo pago de los bonos viejos?; o, al menos, ¿podría o debería rechazar los reclamos de los llamados me too (bonistas que piden el mismo tratamiento de quienes ya obtuvieron la sentencia de pari passu) frente al cambio de circunstancias y la existencia de vías posibles para lograr el cumplimiento de su sentencia?*

*Para que ello fuese posible, obviamente, el gobierno argentino debería derogar la Ley Cerrojo y sus sucesoras, el Diferimiento y la recientemente promulgada ley de pago soberano.<sup>86</sup>*

- a. *¿Cómo podría haber sido una reestructuración que siguiera esas reglas?*

*Por ejemplo, el decreto 1387/01 había dispuesto una reestructuración en dos etapas, porque una parte de los bonos viejos estaban en cartera de los bancos locales y las AFJP. Prácticamente el 100% del patrimonio de los bancos estaba invertido en bonos y el 70% de los fondos jubilatorios, sin contar la inversión de compañías de seguros, empresas, fondos de inversión locales y particulares residentes en el país. Una reestructuración agresiva, como la del 2005, hubiera provocado una depresión económica que entonces se quiso evitar.*

*El total de bonos a ser reestructurados era de USD 82.000.000.000, aproximadamente.*

*En la fase 1, concretada el 14 de diciembre del 2001, se reestructuraron USD 42.000.000.000, además de USD 14.000.000.000 adeudado por las provincias argentinas en conjunto. Ello se hizo canjeando esos bonos por*

---

s/VARIOS)", Expte. 11.744/2009, Cámara Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal, Sala V, 24/11/2009; los recursos ordinario y extraordinario ante la Corte Suprema fueron rechazados y la CSJN desestimó ambas quejas. CSJN, C.86.XLVI, 12/10/2010, respecto al recurso ordinario; y C.418.XLVI, 12/10/2010, respecto al recurso extraordinario).

<sup>86</sup> Siendo además aconsejable que modificara lo relativo a la tasa de justicia, analizado *supra* en la nota anterior.



*préstamos garantizados por impuestos coparticipables y el impuesto a los créditos y débitos bancarios. Los préstamos garantizados permitían mantener “vivos” los bonos viejos en un fideicomiso cuyo fiduciario era la Caja de Valores.*

*En la fase 2 estaba previsto encarar la reestructuración de los USD 40.000.000.000 restantes. Y no hubiera sido necesaria una quita de capital. Recordá que, sin pesificación asimétrica, la ratio deuda/PBI era muy razonable, en el orden del 50%, y, además, en las principales series de bonos se habían alcanzado mayorías sustanciales que permitían modificar algunas condiciones de los bonos. La idea era usar consentimiento de salida (o “exit consents”, como se los conoce en el derecho extranjero) mediante los cuales se cambiarían las condiciones no económicas (monto, tasa de interés y plazo) de los bonos viejos modificando aquellos aspectos más perjudiciales para el deudor, como las cláusulas de aceleración e incumplimiento cruzado, que se habían eliminado en los préstamos garantizados.<sup>87</sup> Y, ¿por qué no?, también pudo haberse modificado o eliminado la Cláusula Pari Passu.*

*No hubieran sido necesarios en cambio, ni la Ley Cerrojo, ni la Cláusula RUFO,<sup>88</sup> ni las leyes de Diferimiento y, mucho menos la de Pago Soberano.<sup>89</sup> Es más, lo más probable era que ni siquiera hubiese habido default de los bonos viejos que no ingresaran a la fase 1 ni a la fase 2.*

#### *4. ¿Qué hubiera pasado en New York frente a una reestructuración sin Actos de Subordinación?*

Para contestarte eso, voy intentar un ejercicio de historia contrafáctica. El objetivo, claramente, es tratar de determinar qué hubieran decidido las cortes americanas si Argentina hubiera optado por hacer una reestructuración más ortodoxa, usando las herramientas que se describieron en el capítulo anterior.<sup>90</sup> Creo que es conveniente analizar los

---

<sup>87</sup> Los préstamos garantizados, además, se regían por ley argentina y estaban sujetos a la jurisdicción local.

<sup>88</sup> *Right upon future offers*, que da derecho a los bonos nuevos a que se les iguale eventuales mejores condiciones que se ofrezcan a quienes no ingresaron a los canjes y que vence el 31 de diciembre de 2014.

<sup>89</sup> Ley No. 26.984.

<sup>90</sup> Obviamente no vamos a intentar estimar cuál hubiera sido el resultado de un canje más tradicional, en términos de aceptación, quita y espera. Pero vale la pena mencionar que el porcentaje de aceptación del canje del 2005 fue del 76,15%, el más bajo de las seis reestructuraciones de la época, seguido por Uruguay (2003) con el 93%, Pakistán (1999) con el 95%, Ucrania (2000) con el 95%, Ecuador (2000) con el 97% y Rusia (2000) con el 98%. Incluso tomando el canje del 2010, el porcentaje de aceptación sigue siendo el más bajo, junto con el de Uruguay. Al respecto, ver Arturo C. Porzecanski, *From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina’s Default*, 6 CHI. J. INT’L L. 311, 326 fig. 4 (2005).

fallos de las dos instancias por separado, porque, aunque coinciden en la solución, no lo hacen aplicando el mismo razonamiento.

a. Para Griesa, la Ley Cerrojo legitima el remedio aplicado.

En la audiencia del 28 de septiembre de 2011, días antes de su primera decisión, Griesa les dijo a los presentes: *“He estudiado la cuestión –les digo a ambas partes- y es difícil para mí considerar que no ha existido una violación a la cláusula pari passu provocada por la legislación dictada por el congreso [de Argentina] en los años 2005 y 2010, simplemente diciendo que la República no iba a honrar estas sentencias. Es difícil imaginar algo [que pueda más patentemente] reducir el rango, reducir el estado de igualdad o simplemente borrar el estado de igualdad de estos bonos bajo la cláusula pari passu. Debo decirles, no creo que sea una incógnita terriblemente difícil... Simplemente no hay duda alguna que lo que la República ha hecho es violar la cláusula pari passu, sin importar bajo qué interpretación. No puede ser interpretada para permitir al gobierno argentino simplemente declarar que estos juicios no serán pagados, y eso es lo que han hecho”*.<sup>91</sup> También dijo que *“La cláusula [pari passu] existe, tiene un significado y, desde mi punto de vista, ha sido violada por la República en la peor y más obvia forma en la que puede ser violada, y esa es a través de una declaración del congreso diciendo que estas sentencias y estas obligaciones no serán pagadas. ¿Cómo se puede reducir el rango, el status, cómo se puede quitar el tratamiento de pari passu en una forma más evidente que en esa?”*.<sup>92</sup>

Recordemos que no había antecedentes judiciales en New York acerca de la interpretación de la cláusula *pari passu*. Sí había, en cambio, una lucha encarnizada en la doctrina. En una esquina estaba Lee Buchheit, abogado de varios estados soberanos, liderando la posición de la mayoría de la comunidad financiera internacional. Del otro, estaba el profesor Andreas F. Lowenfeld, de New York University, que había declarado como testigo experto en la causa de Elliot v. Perú.<sup>93</sup> Esa declaración había sido

---

<sup>91</sup> Traducción libre del Transcript of Oral Argument, pág. 41, NML Capital Ltd., 2011 WL 4526332 (No. 08 Civ. 6978 (TPG)), citado por Robert Cohen, op. cit. *supra* en nota 11, pág. 21, nota al pie 50.

<sup>92</sup> *Id.*

<sup>93</sup> El testimonio de Lowenfeld se encuentra descrito en varios artículos, entre los que se destacan el de Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, op. cit. *supra* nota 11 y el de Lee C. Buchheit y Jeremiah S. Pam, op. cit. *supra* nota 12 (incluye transcripciones parciales del mismo). Dicho testimonio –conocido como el “cuento de Tom, Dick y Harry” por los nombres de los personajes que utilizó en su ejemplo- es el estandarte de los holdouts. Es la interpretación más literal de la cláusula y la que más favorece la posición de los actores. Según ella,

fundamental para la Decisión de Bruselas, porque la Corte de Apelaciones tomó los dichos del profesor Lowenfeld como la interpretación correcta de la cláusula, sin analizar demasiado las alternativas.<sup>94</sup>

Dada esta tensión, cualquier cosa que dijera Griesa al respecto iba a ser analizada hasta el más mínimo detalle. En ese sentido, el razonamiento expresado por Griesa en la audiencia del 28 de septiembre de 2011 parecía estar en línea con la posición liderada por Lee Buchheit. La cláusula, por supuesto, no podía ser negada. Así que la comunidad internacional había ofrecido su interpretación de la misma. La “interpretación restringida”, para decirle de alguna manera. Como en el caso de Perú no había habido ningún hecho adicional a la falta de pago de la deuda que había comprado Elliot, la comunidad internacional había aceptado que el objetivo de la cláusula era evitar que el acreedor fuese subordinado contra su voluntad a través del dictado de leyes que pudiesen reducir el rango de su crédito. “*La cláusula los protege de la tentación del soberano de dictar leyes afectando el rango legal de sus acreedores*”, explican elocuentemente Mitu Gulati y Kenneth N. Klee.<sup>95</sup> Si la violación de la cláusula *pari passu* hubiera sido declarada en esos términos, la comunidad financiera internacional, e incluso los soberanos que luego manifestaron su apoyo a través de diversos *amicus curiae*, no hubieran considerado que la decisión afectaba de manera sustancial las reestructuraciones de deuda soberana. Simplemente aclaraba un límite a la actuación de los soberanos en dichos procesos.<sup>96</sup>

---

cualquier holdout, en cualquier circunstancia, podría frenar cualquier pago a un acreedor del soberano, hasta tanto se le pague lo que se le debe.

<sup>94</sup> Recordemos que la Decisión de Bruselas se dictó *in audita parte* y aplicando la ley del estado de New York, por lo que la declaración del profesor Lowenfeld representó, para la Corte de Apelaciones, la única fuente que tenían para definir la cuestión, en ausencia de jurisprudencia sobre el tema. Probablemente, de haber habido una apelación, Perú hubiera presentado una declaración en el sentido contrario, pero eso nunca pasó.

<sup>95</sup> Ver Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, op. cit. *supra* nota 11, pág. 640. Además agregan, al final de la nota 28, un supuesto especialmente aplicable al caso de Argentina: “*la cláusula los protege ante el dictado de una ley que subordine deuda existente a nuevas emisiones de deuda*”. El artículo, recordemos, fue publicado en febrero del año 2001.

<sup>96</sup> Al respecto, ver Anna Gelpern, op. cit. *supra* nota 11, pág. 6. En ese artículo, la autora, con buen tino, se anticipa al pleito. Vale la pena citarla: “*Si la [Ley Cerrojo] es avalada [por las cortes argentinas], puede aumentar los márgenes de vulnerabilidad del gobierno frente a un cuestionamiento legal. Primero, los holdouts seguramente van a argumentar que la [Ley Cerrojo] representa un acto legal que formalmente subordina la deuda vieja a la nueva en violación del compromiso de pari passu (igual rango) de los bonos viejos. La incógnita sobre si los acreedores pueden usar la cláusula pari passu para atacar los pagos de Argentina bajo los bonos nuevos fue levantada y diferida en el distrito sur de New York en 2004 [nota del autor: en esa fecha todavía no había deuda nueva, razón por la cual el debate era abstracto]. Sin la [Ley*

Días después, en la decisión del 7 de diciembre de 2011, Griesa pareció abandonar esa línea de razonamiento para cruzarse a la vereda de enfrente. De la forma en la que redactó su sentencia, como explicamos más arriba, estableció dos violaciones independientes a la cláusula. La primera fue el pago a los bonistas canjeados, mientras NML permanecía impago. La segunda fue el dictado de la Ley Cerrojo. Cualquiera de las dos funcionaba de manera autónoma. Dejando al margen las reflexiones expresadas en la audiencia del 28 de septiembre, consideró que el dictado de la Ley Cerrojo era sólo una de las causales de incumplimiento de la cláusula *pari passu*, la que habría sido violada incluso sin su dictado. Entonces, el efecto que causó su sentencia fue transformar cualquier pago realizado a un acreedor por un deudor que tiene otro acreedor impago en una violación a la cláusula *pari passu*, exactamente como lo había descrito el profesor Lowenfeld en su testimonio. Hasta acá, parecía todo a pedido de NML.

Pero, en esa misma decisión, el juez negó la aplicación de los remedios de equidad requeridos y difirió su decisión al respecto hasta que hubiese estudiado el tema. Esto fue inesperado. Incluso el mismo Lee Buchheit había interpretado que, declarada la violación de la cláusula *pari passu*, el remedio procedente era el de cumplimiento específico.<sup>97</sup> Por eso la sensación de la resolución del 7 de diciembre fue agridulce para las dos partes. La comunidad financiera internacional lamentó la interpretación de la cláusula *pari passu* en los términos del profesor Lowenfeld, pero festejó el –hasta entonces– rechazo a la aplicación de los remedios de equidad. El fondo NML reaccionó de manera inversa.

Dos meses y medio más tarde, Griesa pareció reconsiderar su posición. Al analizar el remedio a aplicar sobre la violación de Argentina a la cláusula *pari passu*, volvió a considerar las cuestiones que ameritan la aplicación de remedios de equidad. En la práctica, éste es el punto fundamental. El que realmente tiene efectos sobre las partes. Porque, como ya explicamos, sin la aplicación de los remedios de equidad, la efectiva violación a la cláusula *pari passu* es irrelevante.<sup>98</sup> Sin ese remedio, todo el pleito pierde el efecto buscado por el actor y se transforma en una discusión abstracta.

---

*Cerrojo*], Argentina podría haber argumentado que [el pago de] los bonos nuevos no implicaba una subordinación legal – sino simplemente un pago desproporcionado”.

<sup>97</sup> Ver Lee C. Buchheit y Jeremiah S. Pam, op. cit. *supra* nota 12, pág. 880.

<sup>98</sup> Como ya explicamos, el remedio contractual contra la violación a dicha cláusula era la aceleración.

El requisito fundamental para la aplicación del remedio de cumplimiento específico es que no haya otro remedio adecuado para esa situación bajo la normativa aplicable.<sup>99</sup> Como ya se explicó, el remedio usual para un incumplimiento contractual es la aplicación de daños dinerarios.<sup>100</sup> La cuestión recae, entonces, en determinar si esos daños son un remedio adecuado, o no, para el incumplimiento en cuestión. La doctrina había entendido que los daños monetarios son inadecuados cuando son demasiado difíciles de determinar, como en contratos a muy largo plazo o en contratos de suministro.<sup>101</sup> Sin embargo, el Uniform Commercial Code establece que el remedio también puede aplicarse en “*otras circunstancias apropiadas*”.<sup>102</sup>

Griesa justifica su decisión en una interpretación bastante particular de esa regla. Vale la pena repetir su explicación al respecto en la orden dictada en febrero del 2012. Allí dijo: “*no existe remedio adecuado en la ley para las repetidas violaciones de la República al párrafo 1(c) del FAA porque la República ha dejado en claro – de hecho, lo ha codificado en las Leyes No. 26.017 y 26.547 – su intención de desafiar cualquier sentencia dineraria emitida por esta corte*”.<sup>103</sup> Es decir, si bien el dictado de las Leyes Cerrojo no fue considerado como necesario para declarar una violación a la cláusula *pari passu*, sí lo fue para considerar que el remedio de daños es inadecuado para remediar dicho incumplimiento.

Es Griesa, entonces, quien separa el análisis en dos etapas, al establecer ciertas circunstancias para considerar la violación de la cláusula *pari passu*, siguiendo la teoría del profesor Lowenfeld, y otras circunstancias distintas y adicionales para considerar procedente la aplicación de remedios de equidad, siguiendo la teoría de Lee Buchheit. Esto fue realmente novedoso, porque incluso los defensores de la teoría restringida de interpretación de la cláusula *pari passu* entendían que, una vez violada la misma, el remedio aplicable era una orden de cumplimiento específico, complementada por un *injunction*. Por eso la discusión doctrinaria

---

<sup>99</sup> Así cita la regla Griesa cuando analiza la cuestión en su sentencia del 23 de febrero. Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Feb.23 , 2012), pág. 2.

<sup>100</sup> Ver *supra* nota 31.

<sup>101</sup> Ver Antony Townsend Kronman, op. cit. *supra* nota 31, pág. 355.

<sup>102</sup> Ver USC 2-716 (1): “*Specific performance may be decreed where goods are unique or in other proper circumstances*”.

<sup>103</sup> Ver *Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (S.D.N.Y., Feb.23 , 2012), pág. 2. Para mayor detalle referirse a la nota 36 *supra*.

siempre se basó en la interpretación de la cláusula, y no en la procedencia de los remedios de equidad.

Teniendo esto en cuenta, consideramos que, ausentes las Leyes Cerrojo, pese a concluir que la cláusula *pari passu* había sido violada, Griesa no hubiera considerado aplicable el remedio ordenado en la sentencia del 23 de febrero de 2012, porque no habrían existido estas circunstancias especiales que habilitaban la procedencia de los remedios de equidad.

- b. Para la Corte de Apelaciones, la actuación de las cortes argentinas fue determinante.

La Corte de Apelaciones, a mi entender, intentó aportar una mayor perspectiva a la discusión. Un poco más afectada por los debates que se habían desatado alrededor del caso, los jueces intentaron calmar las aguas, diferenciando el caso de Argentina de las reestructuraciones habituales del mercado de bonos soberanos.

Según la misma Corte, “*la verdadera cuestión es sobre qué constituye una subordinación bajo la cláusula pari passu*”.<sup>104</sup> Sin embargo, no la resuelve. Intencionalmente, tratando de evitar que el tema se transforme en un precedente ineludible para todas las reestructuraciones soberanas, evita establecer una regla general. Y lo dice expresamente en la ya famosa nota al pie 16.<sup>105</sup>

Sin embargo, se les escapa una fórmula que, aunque expresamente evitan suscribir, parece armonizar los planteos de las dos principales y contrapuestas posiciones. El foco está en la actuación de la justicia argentina. Para la Corte de Apelaciones, su profunda raíz republicana le impide considerar a la Ley Cerrojo como el elemento fundamental de la subordinación. Conscientes de que el sistema judicial argentino sigue los mismos principios de control de constitucionalidad que la Constitución de los Estados Unidos,<sup>106</sup> le dan la oportunidad a las cortes argentinas de habilitar la vía de ejecución de las sentencias obtenidas por los tenedores de los bonos bajo el FAA, pese al texto de la Ley Cerrojo y los demás Actos

---

<sup>104</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 17.

<sup>105</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 27, nota al pie 16, citada y traducida supra en nota 26.

<sup>106</sup> GARCÍA-MANSILLA, MANUEL Y RAMÍREZ CALVO, RICARDO, *Las fuentes de la Constitución Nacional. Los principios fundamentales del Derecho Público Argentino* (Lexis Nexis, 2006).

de Subordinación. Esa oportunidad, como bien describís en el capítulo anterior, se cerró definitivamente con el fallo Claren, pero ya había sido desperdiciada por las instancias inferiores.

Es en ese contexto que la Corte de Apelaciones dice: “*la Ley Cerrojo [ha] sido aplicada en su totalidad por las cortes [argentinas], imposibilitando a sus oficiales pagar a los tenedores de bonos en default e impidiendo a sus cortes reconocer las sentencias de los actores. En contraste, si Argentina defaulteara los Bonos Canjeados, y esos tenedores obtuvieran sentencias en New York contra la Argentina, no habría ninguna barrera para que las cortes de la República reconocieran esas sentencias*”.<sup>107</sup> Esa, creo, es la regla *pari passu*.

Ese planteo de la Corte de Apelaciones –del que trata de despegarse diciendo que “incluso” tomando esa posición se interpretaría que Argentina ha violado la cláusula *pari passu*– es consistente con la interpretación generalizada de la cláusula. En el contexto privado, nadie discute que la cláusula *pari passu* fue diseñada para activarse frente a los procedimientos de insolvencia.<sup>108</sup> Es en la verificación de los créditos, entonces, donde una deuda no puede ser subordinada sin el consentimiento del acreedor. Pero, durante la vida de la deuda, los cronogramas de pago y los distintos derechos de precancelación y rescate funcionan de manera independiente.<sup>109</sup> Sería absurdo plantear que un acreedor tiene derecho, en virtud de la cláusula *pari passu*, a que se le adelante el pago simplemente porque con otro acreedor posterior se acordó una fecha de pago anterior a la que éste primero tenía. Es decir, el rango de deudas, que defiende la cláusula *pari passu*, no debe evaluarse de forma continua, sino a ante un evento determinado. En el contexto privado, ese evento es la de la verificación de créditos.

---

<sup>107</sup> Ver NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 20.

<sup>108</sup> Ver Mitu Gulati y Kenneth N. Klee, op. cit. *supra* nota 11, pág. 639 y Lee C. Buchheit y Jeremiah S. Pam, op. cit. *supra* nota 12, pág. 873.

<sup>109</sup> En el contexto de la deuda soberana, también puede suceder que una determinada especie de deuda sea rescatada o recomprada, y que las restantes se mantengan sin modificaciones. Una serie de bonos con una tasa demasiado alta, por ejemplo, cuyo rescate fuese necesario para reemplazarla por deuda con un costo más bajo. Si la interpretación del profesor Lowenfeld fuese la correcta, como el “pago proporcional” es el elemento protegido por la cláusula *pari passu* –a diferencia del “rango de obligaciones de pago”, como sostiene la posición opuesta y, digámoslo, el texto mismo de la cláusula– entonces los acreedores de las series no rescatadas tendrían el derecho a que se los rescate en las mismas condiciones. En los bonos del FAA, por ejemplo, la recompra de los bonos y su cancelación está específicamente contemplada en el punto 9(c) y no parece razonable interpretar que el hecho de comprar y cancelar una porción de deuda le genera al soberano la obligación de comprar los bonos de todos los restantes tenedores en las mismas condiciones.

Siguiendo el razonamiento descrito por la Corte de Apelaciones, entonces, en cuestiones de deuda soberana el rango de deudas debería verificarse en la fecha en la que se ejecutan las sentencias contra el deudor. Si a ese momento una deuda es subordinada a otra, entonces se ha violado la cláusula *pari passu*. Por supuesto, en el contexto soberano, salvo casos extraños, este es un ejercicio intelectual, porque las sentencias contra el estado no se ejecutan todas –más bien, ninguna- en la misma fecha. La pregunta a hacerse, entonces es ¿serán tratadas de la misma manera estas obligaciones al momento de su ejecución? Si la respuesta es positiva, entonces mantienen el mismo rango. Si la respuesta es negativa, estamos frente a una violación a la cláusula *pari passu*.

Lo curioso del caso, como nota al margen, es que el remedio propuesto por Griesa hace más patente la violación, según esta regla. Porque después del default ocurrido en julio de este año, como consecuencia del *injunction* decretado, si los tenedores de Bonos Canjeados optasen por acelerar sus créditos y ejecutar sus derechos contra la Argentina, se daría la precisa situación que describe la Corte de Apelaciones, y se evidenciaría la diferencia de rango entre ambas deudas. Las sentencias de Bonos Canjeados serían pagadas. Las otras, no.

De más está decir a esta altura que si las sentencias de los bonos bajo el FAA hubiesen sido reconocidas por las cortes argentinas, incluso si su ejecución hubiese sido diferida, la Corte de Apelaciones, siguiendo esta regla, no hubiese considerado que había habido una violación a la cláusula *pari passu*. O, por lo menos, hubiese considerado que el remedio de equidad no era procedente.<sup>110</sup>

c. Los efectos del fallo en la jurisprudencia posterior. El caso de Grenada.

Ya hay un precedente en ese sentido. Es el que mencionaste al principio de tu explicación. En el año 2013, The Export-Import Bank of the Republic of China intentó conseguir una orden similar a la emitida por Griesa contra la Isla de Grenada. La deuda consistía en unos préstamos que la isla de Grenada había contraído entre 1990 y 1997, que habían sido

---

<sup>110</sup> Con respecto al remedio, te recuerdo lo dicho en las notas 5 y 46. La Corte de Apelaciones adhirió a la regla de Griesa, que implica considerar como “inadecuado” a un remedio “ineficaz”.



dejados de pagar en el año 2006.<sup>111</sup> Los préstamos, obviamente, tienen la cláusula *pari passu*.

Luego de su reestructuración del año 2005, Grenada había emitido dos nuevas clases de bonos,<sup>112</sup> los que paga regularmente. El acreedor, entonces, se presentó ante el juez Harold Baer Jr., también del distrito sur de New York, solicitando que se aplique el precedente de NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina. Para que se aplicara este precedente, según el acreedor, solamente debía acreditarse que su crédito impago estaba protegido por la cláusula *pari passu* y que se había realizado un pago a otro acreedor.<sup>113</sup> Grenada se defendió diciendo que el pago a otro acreedor no es hecho suficiente para acreditar su incumplimiento. Es decir, volvieron a enfrentarse la teoría del profesor Lowenfeld contra la de Lee Buchheit. Pero ahora, con hechos distintos. En este caso no había una ley equivalente a la Ley Cerrojo, ni tampoco un rechazo de las cortes de Grenada al reconocimiento de una sentencia obtenida por Export-Import Bank of the Republic of China en New York.

La corte rechazó el pedido, considerando que los hechos acreditados eran insuficientes para determinar la violación de la cláusula *pari passu*. Para llegar a esa decisión, hizo el siguiente ejercicio. Primero, asumió que la cláusula *pari passu* de The Export-Import Bank of the Republic of China era igual a la de NML. Segundo, consideró los dos hechos que podrían haberse acreditado en el expediente: (i) que Grenada le había pagado a los otros acreedores; y (ii) que en el prospecto de emisión de los bonos canjeados estableció que no pagaría “ninguna [deuda] no canjeada hasta que tenga los recursos disponibles para hacerlo”.<sup>114</sup>

Esos dos hechos, según la corte, son insuficientes para considerar que se ha violado la cláusula *pari passu*.<sup>115</sup> Así, descartó absolutamente la teoría

---

<sup>111</sup> Al respecto, ver *The Export-Import Bank of the Republic of China v. Grenada*, (S.D.N.Y., August 19<sup>th</sup>, 2013).

<sup>112</sup> Ver Udaibir S. Das, Michael G. Papaioannou y Cristoph Trebesch, *Restructuring Sovereign Debt: Lessons from Recent History* en <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrisis/pdf/ch19.pdf>, Tabla 2, pág 10.

<sup>113</sup> A nivel procesal, es importante destacar que el pedido de The Export-Import Bank of the Republic of China no requirió la producción de prueba (solicitó un “*motion for partial judgement on the pleadings*”), porque consideró que ya se habían acreditado los elementos que admitían la aplicación del precedente de NML. Es decir, la existencia de la cláusula *pari passu* y el pago a otro acreedor.

<sup>114</sup> *The Export-Import Bank of the Republic of China v. Grenada*, (S.D.N.Y., August 19<sup>th</sup>, 2013), pág 6.

<sup>115</sup> *Id.*

del profesor Lowenfeld.<sup>116</sup> Además, hizo dos referencias al precedente de NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina. Primero, citó la Corte de Apelaciones diciendo que la violación a la Cláusula *Pari Passu* se había configurado “*por una combinación de declaraciones del Ejecutivo y legislación emitida por el Congreso de la Argentina, que aseguraron que los derechos de los acreedores no permanecieran como obligaciones directas, incondicionales, quirografarias y no subordinadas, y que cualquier reclamo que surgiera de la deuda reestructurada efectivamente tuviera prioridad en las cortes argentinas sobre los reclamos de la deuda no reestructurada*”.<sup>117</sup> En segundo lugar, aclaró que, en ese precedente, la Corte de Apelaciones específicamente dejó abierta la pregunta acerca de qué hechos son suficientes para acreditar una violación a la Cláusula *Pari Passu*. Por lo tanto, no hay regla a seguir.

Creo, entonces, tratando de responder tu pregunta, que las cosas no hubieran llegado tan lejos si no hubieran existido los Actos de Subordinación que, en la interpretación de las cortes competentes, implicaron un repudio de la deuda que mereció el dictado de remedios de equidad para ser subsanado. Tanto el dictado de la Ley Cerrojo, primero, como la aplicación de la misma por las cortes argentinas para rechazar el reconocimiento de sentencias extranjeras, seguidamente, fueron fundamentales, desde el punto de vista jurídico, para llevar a la Argentina a la situación actual.

## 5. Conclusiones.

El diálogo produjo varias conclusiones. La más importante, parece ser la siguiente: no hubiera habido *injunction* sin Actos de Subordinación. Teniendo eso en cuenta, hay tres situaciones a considerar.

Primero, el juicio contra NML, donde la orden ya está firme. En este caso, la derogación de los Actos de Subordinación –incluyendo la Ley Cerrojo, las leyes que difirieron el pago de las deudas viejas y los demás actos legislativos y ejecutivos complementarios- podría considerarse como un

---

<sup>116</sup> Fijate que el juez Baer considera, incluso, que el hecho de que Grenada difiera el pago de los préstamos a The Export-Import Bank of the Republic of China hasta que tenga los recursos suficientes para pagarlos no es una violación a la Cláusula *Pari Passu*. Esto sostiene la teoría de que un reconocimiento de sentencias, aún con la ejecución diferida, sería suficiente para acreditar que las deudas tienen el mismo rango legal.

<sup>117</sup> Ver *supra* nota 114. Esta “*combinación de declaraciones ejecutivas y actos legislativos*” no son otros que los que vos llamaste “Actos de Subordinación” en tu explicación.

acto de Argentina para remediar el incumplimiento de la Cláusula *Pari Passu*. De hecho, en su apelación, NML aceptó esa posibilidad cuando dijo que ninguna de las órdenes “*requiere que Argentina pague una ‘suma de dinero vencida bajo un contrato’, sino que, más bien, otorgaron un remedio de equidad a futuro ordenando a Argentina a acatar sus obligaciones contractuales de “ranquear” sus “obligaciones de pago” bajo los bonos bajo el FAA de los actores “por lo menos en igualdad” con relación a sus obligaciones bajo otros bonos. Argentina puede cumplir con cualquiera de las órdenes sin pagar nada a los actores, siempre y cuando les ofrezca un tratamiento similar al de las obligaciones bajo los Bonos Canjeados*”.<sup>118</sup> Esto coincide con lo dicho por la Corte de Apelaciones, cuando dijo que: “*las órdenes no requieren que Argentina le pague a ningún acreedor ninguna suma de dinero*” porque solamente “*ordenan a Argentina a cumplir con sus obligaciones contractuales de no alterar el rango de sus obligaciones de pago*”.<sup>119</sup>

Al derogarse los Actos de Subordinación, se abrirían las puertas para que las sentencias de los acreedores de Argentina que no aceptaron los canjes de los años 2005 y 2010 sean reconocidas en suelo argentino, y eventualmente incluidas en el presupuesto nacional para su posterior pago. Obviamente, ese pago sería realizado de acuerdo con los mecanismos usuales para la ejecución de sentencias contra el estado, incluyendo algún procedimiento de consolidación de deudas, si éste fuese considerado necesario por el Congreso.<sup>120</sup> Pero no podría sostenerse que los mismos han sido repudiados. De esa manera, Argentina remediaría el incumplimiento contractual causado por ese “repudio” de la deuda. Dependerá del criterio de Griesa, primero, y de la Corte de Apelaciones, después, considerar si la orden ha sido cumplida con esa derogación. Pero un movimiento en ese sentido, definitivamente aumentaría las posibilidades de liberar a la Argentina de la restricción impuesta por las órdenes.

La segunda situación a considerar son las acciones iniciadas por los restantes bonistas que no entraron a los canjes (a los que simpáticamente llaman “*me too*”). En estos casos, la derogación de la Ley Cerrojo y las

---

<sup>118</sup> Traducción libre, Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd., et al, *Brief in opposition on petition for a writ of certiorari to the United States Court of Appeals for the Second Circuit* (August 28<sup>th</sup>, 2013), pág. 24.

<sup>119</sup> Ver *supra* nota 29.

<sup>120</sup> Las obligaciones impagas, ya reconocidas, podrían ser incluidas en un régimen similar al establecido por la Ley No. 23.982 de Consolidación de Deudas del Estado Nacional.

demás acciones tendientes a regularizar el rango de las deudas bajo los bonos viejos claramente funcionarían como argumento contra el dictado de nuevos remedios de equidad. Otra posible defensa, que de hecho están utilizando los abogados de Argentina, es sostener que, ante el aumento del monto del reclamo y la reducción de las reservas del Banco Central de la República Argentina, el dictado de nuevas órdenes lesionaría seriamente al país.<sup>121</sup>

Tercero, las nuevas emisiones que se realicen en el futuro. Además de la inclusión de cláusulas de acción colectiva,<sup>122</sup> en el futuro, quizá sea recomendable incluir en los contratos que rigen los bonos una aclaración al texto de las cláusulas *pari passu*, para evitar malas interpretaciones.<sup>123</sup> Otra posibilidad es incluir una renuncia genérica a la aplicación de remedios de equidad por incumplimientos contractuales, aceptada pacíficamente por la jurisprudencia.<sup>124</sup> Habrá que ver, en cada caso, si los compradores de esos bonos aceptan los cambios.

Esta fue, en el mejor criterio de los autores, la explicación jurídica de la cuestión. Hasta ahora, se habían escuchado muchos análisis del tema desde el punto de vista político, moral, ético, e incluso económico. Pero es importante entender el razonamiento jurídico que subyace en la sentencia de la justicia americana para advertir la naturaleza del problema. Porque

---

<sup>121</sup> Recordá que, en el caso de NML, esa defensa fue rechazada porque Argentina no pudo probar que le causara un daño mayor pagar 1.300 millones de dólares cuando mostraba reservas por encima de los 40.000 millones. La situación de los *me too* sería distinta. Son más de 5.000 millones reclamados sobre menos de 29.000 millones de reservas.

<sup>122</sup> Los Bonos Canjeados contienen cláusulas de acción colectiva. Esta es la principal herramienta que el mercado ha encontrado contra los holdouts. Permiten a una mayoría, determinada contractualmente, obligar a una minoría a la modificación de todos los términos de los bonos. En un eventual canje, entonces, la minoría no tendría derecho a iniciar acciones contra el deudor como consecuencia de los cambios en las condiciones de emisión si esas condiciones fuesen aceptadas por la mayoría. Al respecto, la misma Corte de Apelaciones de New York lo considera como una herramienta efectiva. Según indican en su opinión de octubre de 2012, salvo en el caso de Jamaica, todas las restantes emisiones de bonos bajo ley de New York desde 2005 contienen cláusulas de acción colectiva. Ver *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2d Cir, Oct. 26, 2012), pág. 27.

<sup>123</sup> El artículo de Mark Weidemaier, Robert Scott y Mitu Gulati, citado en la nota 12, hace un análisis muy interesante tratando de determinar por qué no se ha modificado el texto de la cláusula cuando hubo tantas discusiones acerca de su interpretación. Pese a las razones explicadas por los autores, ya hay antecedentes de modificaciones al texto de la cláusula *pari passu*, como los de Belize –que modifica el texto, expresamente menciona el caso de Argentina y aclara que la interpretación de las cortes de New York no es la que Belize entiende que corresponde a esa cláusula-, e Italia –que eliminó el segundo párrafo y agregó una excepción para deuda emitida bajo tratados internacionales-, ambos casos son mencionados por Anna Gelpern, *Italy's Pari Passu Scrubbing*, en <http://www.creditslips.org/creditslips/2013/04/italys-pari-passu-scrubbing.html>.

<sup>124</sup> Al respecto, ver Anthony Townsend Kronman, op. cit. *supra* en nota 31, pág.

existe, y perdura, una mutua incomprensión entre las partes involucradas, hoy enfrentadas, quizá por pertenecer a dos culturas distintas. Y creemos que la solución la hallaremos en el punto de encuentro entre ambas, si somos capaces de identificar el problema, y de dialogar al respecto.

\* \* \*