



Freddy Escobar Rozas^(*)

El caso **Elliott** y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el *holdout* y el *default* estratégico

“EL CASO ELLIOTT ALTERÓ ESTA VISIÓN DE LAS COSAS AL AMPLIAR EL ÁMBITO DE ACCIÓN DE LA REGLA PARI PASSU AL PLANO DEL PAGO DE LAS DEUDAS. SEGÚN LA DECISIÓN DE LA CORTE QUE CONOCIÓ EL REFERIDO CASO, LA PARTE BENEFICIARIA DE UNA CLÁUSULA PARI PASSU PODÍA Oponerse tanto al otorgamiento de rangos preferentes como a la realización de pagos preferentes una vez producido el default. “

1. Introducción

En las operaciones representativas de deuda, la cláusula *pari passu* es empleada para garantizar a la parte que entrega dinero que ningún otro acreedor de la parte que recibe dinero tendrá en el futuro un rango superior⁽¹⁾.

Hasta antes del *Caso Elliott*, los abogados especializados en deuda soberana consideraban que se violaba la cláusula *pari passu* cuando la parte deudora de la obligación de repago concedía a un tercer acreedor un rango superior. Empero, si en una situación de *default* la parte deudora de la obligación de repago pagaba a un tercero antes que a la parte acreedora de tal obligación, no se producía violación alguna de la cláusula *pari passu*⁽²⁾. Por consiguiente, el beneficio de ser *pari passu*

(*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Máster en Derecho (LL.M.) Harvard Law School. Profesor de la Facultad de Derecho y de la Escuela de Graduados (Maestría de Derecho Civil y Maestría de Banca y Finanzas) de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Miembro de la Comisión de Protección al Consumidor de INDECOPI Lima Norte. Socio de Benites, Forno, Ugaz & Ludowieg, Andrade Abogados. Miembro del Comité Consultivo Nacional de la Asociación Civil IUS ET VERITAS.

(1) No existe una explicación clara acerca de las razones por las cuales la cláusula *pari passu* ha sido incluida en el ámbito de la deuda soberana. Mark Weidemaier, Robert Scott y Mitu Gulati han entrevistado a más de 100 abogados de élite (con base en Nueva York, París y Londres) especializados en deuda soberana, a fin de conocer por qué sus firmas incluyeron la cláusula *pari passu* en contratos e instrumentos de deuda soberana en los últimos 200 años. Cinco explicaciones distintas surgieron de todas estas entrevistas. Ninguna de ellas, sin embargo, resulta convincente, ya que la data (contratos de préstamo y prospectos de emisión bonos) revisada por los autores durante los últimos 200 años contradice cada una de las teorías ensayadas por los referidos abogados. Véase: WEIDEMAIER, Mark, Robert SCOTT y Mitu GULATI. *Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu*. 2010. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1633439> (última visita: 5 de enero de 2011).

(2) “The existence of a conventional *pari passu* undertaking in a loan agreement will have no effect on the sovereign borrower’s legal ability to pay one creditor even if it is then in default on its payment obligations to other creditors, to prepay one lender

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

operaba en el plano del rango de las deudas y no en el plano del pago de las mismas.

El *Caso Elliott* alteró esta visión de las cosas al ampliar el ámbito de acción de la regla *pari passu* al plano del pago de las deudas. Según la decisión de la Corte que conoció el referido caso, la parte beneficiaria de una cláusula *pari passu* podía oponerse tanto al otorgamiento de rangos preferentes como a la realización de pagos preferentes una vez producido el *default*.

El *Caso Elliott* desató un intenso debate acerca de los alcances que debe tener la cláusula *pari passu* en materia de deuda soberana. Los defensores de la tesis restrictiva apelan a la necesidad de evitar el problema del *holdout*. Los defensores de la tesis no restrictiva apelan a la necesidad de evitar el problema del *default* estratégico.

Este artículo desarrolla los argumentos esgrimidos por los defensores de una y otra tesis, y concluye que, tanto desde una perspectiva económica como legal, ha de preferirse la tesis no restrictiva propuesta por la Corte que decidió el *Caso Elliott*.

2. Elliott Associates L.P. v. República del Perú

En 1983, el Banco de la Nación y el Banco Popular del Perú recibieron préstamos de diversos bancos comerciales

“CON EL FIN DE CONTRARRESTAR LA ACCIÓN DE LOS ACREEDORES OPORTUNISTAS, LOS EMISORES DE BONOS SOBERANOS SUELEN SUJETAR LAS CONDICIONES DE PAGO A LAS UACS Y LAS CONDICIONES AUXILIARES DE PROTECCIÓN (P.E. COVENANTS NEGATIVOS) A LAS CACS. ESTO PERMITE QUE, ANTE UN ATAQUE OPORTUNISTA, EL DEUDOR SOBERANO PUEDA DEFENDERSE MEDIANTE LA ESTRATEGIA DEL EXIT CONSENT (“EC”).”

internacionales. El Estado peruano actuó como garante de dichos bancos. Años más tarde, los bancos peruanos y el Estado peruano dejaron de cumplir sus obligaciones, ingresando a una situación de *default*⁽³⁾. En 1996, el Estado peruano aceptó implementar el “Plan Brady”⁽⁴⁾. A través de este plan⁽⁵⁾, la deuda originaria sería intercambiada por

or group of lenders ahead of some others or to pledge assets to secure the borrower's obligations under one loan without giving equal security in respect of its other indebtedness. If a lender wants these protections, it must search for them in other clauses of the loan agreement or restructuring agreement”. Véase: BUCHHEIT, Lee. *The Pari Passu Clause Sub Specie Aeternitatis*. En: *Internacional Finance Law Review*. Número 12. 1991. p. 11.

- (3) En marzo de 1983, el Estado peruano decidió suspender el pago de su deuda externa debido a una grave insuficiencia de reservas. Por esta razón, el Estado peruano pasó el resto de la década completamente aislado de la comunidad financiera internacional.
- (4) En setiembre de 1991, el Estado peruano y el Fondo Monetario Internacional lograron celebrar un acuerdo para reestructurar la deuda externa del primero. En diciembre de 1994 todos los acreedores del Estado peruano, salvo uno, habían retirado las demandas contra éste. En enero de 1996 el Estado peruano finalmente aceptó ejecutar el “Plan Brady”, iniciando la reestructuración de virtualmente toda su deuda externa (US\$ 4.4 billones).
- (5) En agosto de 1982, México decidió suspender los pagos a sus acreedores (bancos comerciales de los Estados Unidos de América), iniciando así una cascada de incumplimientos a nivel latinoamericano. Esos incumplimientos masivos dieron origen a la llamada “crisis de la deuda del tercer mundo”. Siete años después, Nicholas F. Brady, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América, diseñó un plan para terminar con la situación de *default* generalizada. Este plan consistía en intercambiar la deuda soberana en *default* por bonos soberanos. Estos bonos serían atractivos para los deudores en la medida en que contemplaban una reducción del capital adeudado y del servicio de deuda. Por otro lado, serían atractivos



Freddy Escobar Rozas

“Bonos Brady”, que contemplaban (i) una reducción del capital de las cantidades originalmente adeudadas y (ii) una reducción de las tasas de interés originalmente pactadas⁽⁶⁾.

Mientras se negociaba la reestructuración de la deuda del Estado peruano a través del “Plan Brady”, Elliott Associates L.P. (“Elliott”), un *Vulture Fund*⁽⁷⁾ con base en Nueva York, adquirió del ING Bank y del Swiss Bank Corporation créditos garantizados por el Estado peruano por un valor nominal de US\$ 20.7 millones a un precio de US\$ 11.4 millones. Elliott no solo decidió no participar en la referida reestructuración⁽⁸⁾ sino que además interpuso una demanda ante una corte de Nueva York a efectos de conseguir el pago de la deuda relacionada a sus créditos.

Inicialmente Elliott tuvo un revés ante la Corte del Distrito Sur de Nueva York. En efecto, en agosto de 1998 dicha Corte falló en contra de Elliott argumentando que la adquisición de créditos estresados con el propósito de demandar judicialmente al deudor constituía una violación de la *New York Champerty Law*⁽⁹⁾. Sin embargo, en octubre de 1999 la Corte del Segundo Circuito revocó el fallo de la Corte del Distrito Sur de Nueva York debido a que consideró que Elliott había adquirido los referidos créditos con el propósito de obtener el pago adeudado por el Estado peruano y que cualquier demanda judicial interpuesta por Elliott era meramente incidental. Por esta razón, en junio de 2000 la Corte del Distrito Sur de Nueva

York ordenó al Estado peruano pagar a Elliott la suma de US\$ 55.7 millones; asimismo, ordenó al Chase Manhattan (el agente de pago del Estado peruano) abstenerse de entregar a los tenedores de los “Bonos Brady” cualquier suma de dinero en representación del Estado peruano. En setiembre de 2000, el Estado peruano no pudo efectuar el pago de un cupón de los “Bonos Brady” por US\$ 80 millones, ingresando a un periodo de gracia de 30 días previo a la declaración de *default*. A fin de poder pagar el siguiente cupón programado para octubre de 2000, el Estado peruano buscó canalizar la entrega de dinero a los tenedores de los “Bonos Brady” a través de Euroclear. En setiembre de 2000, Elliott presentó una demanda ante la Corte Comercial de Bruselas (sede de Euroclear) solicitando que se prohíba a Euroclear recibir fondos del Estado peruano o, en su defecto, usar esos fondos para efectuar pagos a los tenedores de los “Bonos Brady”. Elliott argumentó que los pagos que el Estado peruano pretendía efectuar a favor de los referidos tenedores violaban la cláusula *pari passu* contenida en los contratos de préstamo de 1983⁽¹⁰⁾. Inicialmente, la Corte Comercial

para los acreedores en la medida en que garantizaban la recuperación de parte de sus fondos. En 1990, México fue el primer país en emitir “Bonos Brady” y en novar su vieja deuda soberana. Posteriormente lo hicieron Argentina, Brasil, Costa Rica, Ecuador, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

- (6) BRATTON, William W. *Pari Passu and A Distressed Sovereign's Rational Choices*. En: *Emory Law Journal*. Vol. 53. 2004. p. 823.
- (7) Los *Vulture Funds* son fondos especializados en adquirir deuda estresada, a través del mercado secundario. Los *Vulture Funds* no suelen participar en los procesos de reestructuración de las deudas relacionadas a los créditos que adquieren; por el contrario, suelen emplear agresivas estrategias de litigio para obtener el pago del total del valor nominal de tales créditos. Su comportamiento, por tanto, crea un problema mayor al tradicional problema del *holdout*.
- (8) De los 180 acreedores del Estado peruano, solo 2 se rehusaron a participar en la reestructuración de la deuda: Elliott y Pravin Bank.
- (9) La doctrina de *champerty* establece una serie de restricciones para que un tercero financie los costos de un litigio con cargo a la división de los resultados positivos que obtenga la parte litigante que recibe el financiamiento. La lógica de esta doctrina es desincentivar el litigio especulativo e innecesario, asociado generalmente al retorno de inversiones antes que a la búsqueda de justicia. De acuerdo con dicha doctrina, bajo ciertas circunstancias resulta ilegal adquirir créditos con el único propósito de demandar al deudor. Véase: STEINIZT, Maya. *Whose Claim is This Anyway: Third Party Litigation Funding*. 2011. p. 19. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1586053 (última visita: 30 de marzo de 2011).
- (10) Esta cláusula establecía lo siguiente: “*The obligations of the Guarantor hereunder do rank and will rank at least pari passu in priority of payment with all other External Indebtedness of the Guarantor, and interest thereon.*”.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

de Bruselas no amparó la demanda de Elliott. Contra todo pronóstico, sin embargo, la Corte de Apelaciones de Bruselas falló a favor de Elliott, ordenando a Euroclear no efectuar pago alguno a los tenedores de los “Bonos Brady”. Elliott había vuelto a golpear con fuerza. A fin de no poner en peligro la ejecución del “Plan Brady”, el Estado peruano decidió pagar a Elliott la suma de US\$ 56.3 millones. Para Elliott esto significó un retorno cercado al 500% de su inversión inicial⁽¹¹⁾.

El *Caso Elliott* conmocionó a diversos actores de la industria de deuda soberana en la medida en que hasta antes de la emisión de la sentencia definitiva dichos actores entendían que la cláusula *pari passu* no impedía efectuar pagos preferentes después del *default*⁽¹²⁾.

Inmediatamente después de conocida la decisión de la Corte de Apelaciones de Bruselas, diversos inversionistas empezaron a demandar a deudores soberanos (p.e. Argentina, Congo, Nicaragua) ante diversas cortes (p.e. Bélgica, Estados Unidos de América, Inglaterra). En algunos casos esos inversionistas obtuvieron sentencias favorables y, por tanto, evitaron pagos no-prorrata. En otros casos esos inversionistas transaron, obteniendo pagos por el valor nominal de sus acreencias.

A pesar de que la decisión de la Corte de Apelaciones de Bruselas fue vista con muy malos ojos por la industria de deuda soberana, los abogados de las plazas financieras más importantes del mundo siguieron empleando esa cláusula sin modificaciones⁽¹³⁾ debido a que consideraron que no era razonable esperar en el futuro una decisión similar a la adoptada por la referida Corte⁽¹⁴⁾.

3. El problema del *holdout*

3.1 El escenario de la reestructuración de la deuda

En el mundo de la deuda corporativa, el incumplimiento de la empresa deudora puede generar dos respuestas por parte de los acreedores. La primera respuesta supone implementar estrategias descoordinadas que buscan tomar la mayor cantidad de activos de la empresa deudora. Cada acreedor trata de “recuperar” tanto como pueda a través de acciones de ejecución forzada, embargo,

- (11) Para una descripción detallada del caso Elliott: WHEELER, Christopher C. y Amir ATTARAN. *Declawing the Vulture Funds: Rehabilitation of a Comity Defense in Sovereign Debt Litigation*. En: *Stanford Journal of International Law*. Vol. 39. 2003. pp. 254-258; MONTEAGUDO, Manuel. *Peru's Experience in Sovereign Debt Management and Litigation: Some Lessons for the Legal Approach to Sovereign Indebtedness*. En: *Law and Contemporary Problems*. Vol. 73. 2010. p. 201 y ss.
- (12) “Over the years, a few commentators (including one of the authors) have offered possible explanations for the appearance of *pari passu* covenants in sovereign credit instruments (...) The common theme among these commentators was a degree of agnosticism about the precise denotation of the *pari passu* clause in a sovereign context. The commentators did agree, however, that the clause was intended to address only borrower actions having the effect of changing the legal ranking of the debt or perhaps the earmarking of assets or revenue streams to benefit specific creditors. None was prepared to say that a borrower not yet in bankruptcy or within statutory period for recovering preferential payments prior to a bankruptcy filing (or, in the case of a sovereign borrower, not eligible for bankruptcy), was obligated by virtue of this clause to pay all equally-ranking debt on a strictly lockstep basis. Nor did these commentators suggest that differential payments by a borrower subject to this clause would expose the borrower as well as the recipients of the differential payments or a third party through which such a payment is processed, to legal remedies extending beyond those customarily available to unpaid creditors.” Véase: BUCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*. En: *Emory Law Journal*. Vol. 53. 2003. p. 874.
- (13) “Whatever the merits of the Brussels court's interpretations, one would expect that all contracts after Elliott case would pay special attention to the *pari passu* clause and clarify its exact meaning (...) For the twenty countries for whom data was available for over at least ten issuances during the 1985-2005 period, we found no response to the Elliott Associates v. Peru litigation in terms of changes in the language of contracts subsequent to the Elliott decision.” (énfasis agregado). Véase: CHOI, Stephen J. y GULATI, Mitu G. *Contract as Statute*. En: *Michigan Law Review*. Vol. 104. 2006. p. 1135.
- (14) “The standard initial response was that it was clear to all that Elliott decision was an aberration. Most lawyers explained that they were confident that no New York court would accept the interpretation that Elliott Associates was pushing.” (énfasis agregado). Véase: CHOI, Stephen J. y Mitu G. GULATI. *Op. cit.* p. 1137.



Freddy Escobar Rozas

etc. Estas acciones normalmente terminan con la salida de la empresa deudora del mercado en la medida en que ésta se queda sin activos para operar. La segunda respuesta supone implementar estrategias coordinadas que buscan mejorar la posición económica y financiera de la empresa deudora, de modo que ésta pueda generar mayores flujos y estar en condiciones de pagar paulatinamente a todos sus acreedores.

Como quiera que la salida de la empresa deudora del mercado puede ser nociva desde una perspectiva Kaldor-Hicks, los sistemas legales reducen los costos de transacción de la segunda respuesta a través de mecanismos que permiten (i) tomar decisiones colectivas sin que sea necesario el consentimiento de todos los acreedores; y, (ii) proteger el patrimonio de la empresa deudora mientras se ejecuta el plan de pagos.

En el mundo de la deuda soberana las cosas son bastante diferentes⁽¹⁵⁾. En efecto, en primer lugar los acreedores no pueden tomar fácilmente los bienes de los Estados deudores⁽¹⁶⁾. En segundo lugar, no existen leyes que regulen la insolvencia de los Estados deudores⁽¹⁷⁾. Por lo tanto, ante el incumplimiento de un Estado deudor no existe en la práctica

otra alternativa que iniciar negociaciones informales para reestructurar la deuda soberana⁽¹⁸⁾. Estas negociaciones suelen dar frutos una vez que dicho Estado experimenta cierta mejora económica.

El proceso de reestructuración de la deuda soberana enfrenta ciertas barreras que pueden frustrar acuerdos mutuamente satisfactorios: asimetría informativa, altos costos de transacción debido al gran número de acreedores, etc. Una de las barreras más problemáticas proviene de los propios contratos de emisión de deuda soberana.

En efecto, los contratos en cuestión suelen contener tanto las *Unanimous Action Clauses* (“UACs”) como las *Collective Action Clauses* (“CACs”). Las primeras exigen la aprobación unánime de los acreedores para que entre en vigencia una modificación contractual. Las segundas exigen la aprobación mayoritaria (tres cuartos) de los acreedores para que entre en vigencia una modificación contractual.

(15) “The sovereign bond arena is different from the corporate context for at least four reasons. First, with sovereigns, there is no equity, only debt. Second, instead of managers, who are appointed by shareholders, there are governments, who are generally selected by voters. Third, the primary assets of corporations and sovereigns are quite different. Corporations tend to have tangible productive assets – factories, intellectual capital, mines, etc. The sovereign’s primary asset is its ability to tax; and that ability is a function of the political will of the populace. If there is no political willingness to be taxed, the asset has little value. Fourth, sovereigns, unlike corporations cannot go bankrupt and be liquidated. The debts, in other words, never get extinguished. Sovereigns have unlimited liability in contrast to their limited liability brethren on the corporate side.” Véase: CHOI, Stephen, Mitu GULATI & Eric A. POSNER. *Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts: A Greek Case Study with Implications for the European Crisis Resolution Mechanism*. 2011. p. 9. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1713914 (última visita: 6 de junio de 2011).

(16) Diversas jurisdicciones ofrecen inmunidad a los Estados, de modo que los acreedores de estos últimos no pueden tomar los activos colocados en tales jurisdicciones. En los Estados Unidos de América la *U.S. Foreign Sovereign Immunity Act* y el *28 U.S.C. Sections § 1602 – § 1611* regulan la inmunidad concedida a Estados foráneos.

(17) “If a company fails to pay its debts, a system of corporate bankruptcy or insolvency law usually regulates the relationship between the debtor – company and its creditors. In contrast, if a State fails to pay its debts (...) no legal system presently regulates the relationship between the State and its creditors”. Véase: SCHWARCZ, Steven L. *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*. En: *Cornel Law Review*. Vol. 85. p. 103. El Fondo Monetario Internacional (“FMI”) ha propuesto crear un mecanismo (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) que permita reestructurar la deuda soberana en *default* bajo la supervisión de una autoridad que opere con reglas *ex ante*. Problemas en el diseño de dicho mecanismo (sobre control del FMI) así como temores de agravar el problema de riesgo moral (exclusión de ciertos acreedores preferentes) han impedido su adopción. Un análisis detallado de la problemática del *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* se encuentra en: SCOTT, Hal S. *A Bankruptcy Procedure for Sovereign Debtors?* Harvard Law School Public Law. Research Paper 53. 2003. pp. 37 – 46. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=384220 (última visita: 2 de abril de 2011).

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

Históricamente, los bonos soberanos emitidos bajo la ley de Nueva York contienen UACs, mientras que los bonos soberanos emitidos bajo la ley de Londres contienen CACs⁽¹⁹⁾. Evidentemente, las CACs facilitan el proceso de negociación entre el Estado deudor y sus acreedores, mientras que las UACs dificultan tal proceso, ya que basta que un acreedor oportunista⁽²⁰⁾ diga “no” para que la reestructuración de la deuda soberana quede frustrada, aún cuando aquella sea conveniente para el grupo de acreedores como tal.

Con el fin de contrarrestar la acción de los acreedores oportunistas, los emisores de bonos soberanos suelen sujetar las condiciones de pago a las UACs y las condiciones auxiliares de protección (p.e. *covenants* negativos) a las CACs. Esto permite que, ante un ataque oportunista, el deudor soberano pueda defenderse mediante la estrategia del *Exit Consent* (“EC”). Veamos cómo funciona.

Imaginemos que un Estado ha emitido bonos por US\$ 100 millones e incurre en *default*. El Estado indica que solo tiene US\$ 70 millones para pagar, por lo que efectúa una oferta de intercambio. Esta oferta supone sustituir (*novar*) la deuda de US\$ 100 millones por una deuda de US\$ 70 millones. Como quiera que el intercambio propuesto supone modificar las condiciones de pago de la deuda original, la oferta debe ser aprobada por todos los acreedores. En consecuencia, basta que un acreedor se oponga a la oferta del Estado deudor para que el intercambio quede frustrado.

Para evitar el comportamiento oportunista de cualquier acreedor, el Estado deudor puede incluir en su oferta de intercambio un EC. En virtud del EC, las condiciones auxiliares de protección quedan removidas con el voto de la mayoría de los acreedores. En consecuencia, el acreedor oportunista que no acepte el intercambio mantendrá sus derechos al pago de lo originalmente adeudado, pero quedará expuesto a las represalias del Estado deudor. En efecto, removidas las condiciones auxiliares de protección, dicho Estado puede tomar acciones destinadas a perjudicar los intereses del acreedor en cuestión. Por ejemplo, eliminada la cláusula que impide constituir nuevas garantías (*Negative Pledge Clause*), el Estado deudor puede válidamente constituir nuevas garantías para los acreedores que sí aceptaron el intercambio propuesto. En consecuencia, la posibilidad de cobrar disminuirá ostensiblemente para el acreedor oportunista.

3.2 El impacto de la cláusula *pari passu* en la reestructuración de la deuda soberana

En el mundo de la deuda corporativa, la empresa deudora puede negociar con sus acreedores nuevas condiciones de pago de las deudas⁽²¹⁾ y evitar de este modo una

(18) “(...) *debtor-companies with inherently good businesses may undergo reorganization, but those with inherently bad businesses are often liquidated. Courts, the debtor-company and its creditors all devote significant resources to determining whether the company is worth more reorganized or liquidated. In contrast, States are not liquidated. Reorganization is therefore the goal of any sovereign restructuring*”. Véase: SCHWARCZ, Steven L. *Op. cit.* p. 104.

(19) BRATTON, William W. *Op. cit.* p. 828; INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Access to International Capital Markets for First-Time Sovereign Issuers*. 2003. p. 15, nota 8. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/icm/2003/eng/111703.pdf> (última visita: 25 de febrero de 2011).

(20) Si la reestructuración de la deuda es buena para el grupo de acreedores como tal y si las reglas de juego están determinadas por un esquema UAC, X puede negarse a aceptar dicha reestructuración con el propósito de obtener una ventaja mayor de la que obtendría en caso de colaborar. Si así lo hace, X sería un acreedor oportunista.

(21) “*Out-of-court restructuring procedures are known as “workouts”, that is, private arrangements between the parties involved. The main difference between court-supervised and out-of-court procedures is the binding element. In court-supervised procedures, the debtor enjoys the features of a court order that makes the restructuring binding on all creditors involved in the restructuring whether they have accepted the offer or not*”. Véase: OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo y Gerónimo FRIGERIO. *Expedited Debt Restructuring in Latin America*. Inter-American Development Bank. 2009. p. 4. Disponible en: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=2243032> (última visita: 2 de abril de 2011).



Freddy Escobar Rozas

eventual declaración de insolvencia⁽²²⁾. El acreedor que niegue su consentimiento a la reestructuración mantiene sus derechos iniciales, lo que significa que no queda vinculado a plazos mayores de repago o a menores tasas de interés. Adicionalmente, ese acreedor se beneficia de la viabilidad económica y financiera lograda por la empresa deudora gracias a la colaboración de los acreedores que aceptan la reestructuración de la deuda. Si la empresa deudora desea mantener alejado el fantasma de la quiebra, aquélla debe cumplir con pagar tanto a los acreedores que participan en la reestructuración como a aquellos que no lo hacen. Ello porque cualquier incumplimiento de dicha empresa dará pie a acciones de ejecución forzada, embargo, etc. En consecuencia, los acreedores que se niegan a cooperar con la empresa deudora se benefician de una externalidad positiva generada por los acreedores que de manera coordinada deciden cooperar con tal empresa mediante la implementación de un plan que relaje las condiciones iniciales de pago y, por ende, permita la recuperación económica y financiera de esta última.

En el mundo de la deuda soberana la negociación de nuevas condiciones de pago no genera los mismos efectos (perversos). Debido a que dicha negociación supone un intercambio de deudas (p.e. deuda con bancos comerciales por “Bonos Brady”), los acreedores que no participan en dicho intercambio mantienen intactos sus derechos iniciales. A diferencia de lo que ocurre con la empresa deudora, el Estado deudor no tiene por qué satisfacer tanto a los acreedores que participan en el intercambio como a los acreedores que no lo hacen. En efecto, en la medida en que, por un lado, estos últimos acreedores no puedan ejecutar sus acreencias a un costo bajo; y, por el otro, la falta de pago de la deuda no reestructurada no desestabilice la rehabilitación del Estado

deudor en el mercado, no existirán incentivos para mantener una conducta de cumplimiento total⁽²³⁾.

Es en este contexto que el alcance de la cláusula *pari passu* juega un papel fundamental. En efecto, si, tal como lo sostuvo Elliott, la cláusula en cuestión impide efectuar pagos que sólo beneficien a algunos acreedores, entonces la posición de los acreedores que no participan en la reestructuración de la deuda soberana es similar a la de los acreedores que no participan en la reestructuración de la deuda corporativa: ambos pueden frustrar el proceso de reestructuración. Empero, si, tal como lo sostiene la industria de deuda soberana, la cláusula en cuestión no impide efectuar pagos que solo beneficien a algunos acreedores, entonces la posición de los acreedores que no participan en la reestructuración de la deuda soberana es diferente a la de los acreedores que no participan en la reestructuración de la deuda corporativa: mientras estos últimos pueden frustrar el proceso de reestructuración, aquéllos no pueden hacer tal cosa.

La interpretación de la cláusula *pari passu* tiene, pues, un efecto directo en el problema del *holdout*, esto es, en el problema creado por la negativa oportunista de un actor a aceptar (i) lo que los demás miembros de su grupo proponen o; (ii) lo que la contraparte ofrece⁽²⁴⁾: una lectura no restrictiva de la regla

(22) La empresa deudora puede desear evitar una declaración de insolvencia en función de diversas razones, entre las cuales se encuentran la necesidad de evitar un impacto reputacional negativo y la necesidad de no perder el control de la toma de decisiones.

(23) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 831.

(24) La película *Waking Ned Divine* (Fox Searchlight Pictures, 1998) ilustra este problema en toda su magnitud. *Ned Divine*, un residente de un pequeño pueblo de Irlanda, repentinamente fallece (a causa de un infarto) después de haber ganado el premio de la lotería nacional consistente en £6.7 millones. Los 52 habitantes del pueblo desean que uno de ellos se haga pasar por *Divine*, cobre el premio y luego lo reparta entre todos. Esto generaría una ganancia individual de £130,000. Para que la estrategia de suplantación funcione, todos deben estar de acuerdo. Desafortunadamente, *Lizzie Quinn*, una poco amable residente del pueblo, decide no participar en el fraude y amenaza a los demás con revelar su existencia a las autoridades si es que no recibe un monto mayor a £130,000. El comportamiento se *Quinn* se explica en la recompensa que ofrecen las autoridades en caso de denuncia de fraudes: 10% del premio. Tomado de: SCHWARCZ, Steven L. *Op. cit.* pp. 106-107. El problema del *holdout* surge porque uno de los miembros del grupo considera que su negativa a adherirse a la posición de los demás puede inducir a que la contraparte compre su consentimiento a un mayor precio.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el *holdout* y el *default* estratégico

pari passu magnifica ese problema, mientras que una lectura restrictiva de dicha regla lo reduce.

Si es que consideramos que el *holdout* es siempre un problema real y que en materia de reestructuración de deuda soberana ese problema es el único que existe, la lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* se impondría sin atenuantes.

La realidad, sin embargo, es más compleja. El *holdout* puede no ser un problema. En todo caso, si lo es, no es el único problema que presenta la reestructuración de la deuda soberana. Por tal razón, no es aberrante pensar que existen razones para sustentar una lectura no restrictiva de la cláusula *pari passu*.

4. El problema del *default* estratégico

Es común pensar que los deudores soberanos en problemas son actores sin opciones; actores que han sido afectados por factores económicos externos o por tragedias de gran magnitud⁽²⁵⁾.

Muchas veces, sin embargo, esos deudores sí tienen opciones. Incluso cuando ingresan a una situación de *default*, esos deudores tienen recursos disponibles. Como esos recursos no son suficientes para cubrir el pago de todas sus deudas, los deudores pueden elegir entre (i) pagar a todos sus acreedores una parte de lo que éstos deben recibir o; (ii) pagar a algunos cuantos acreedores la totalidad de lo que éstos deben recibir.

La lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* no impide al deudor tomar una u otra decisión. La lectura no restrictiva de la cláusula en cuestión sí impide tal cosa.

Pensemos por un momento en un deudor soberano que tiene recursos suficientes y que, por tal razón, puede decidir cumplir o incumplir en función de los costos y beneficios de cada opción⁽²⁶⁾.

(25) No siempre los problemas financieros de los Estados se originan en crisis externas irresistibles o en catástrofes naturales. Existen muchos casos en los que decisiones sencillamente ineficientes generan serios problemas financieros. A continuación dos ejemplos dramáticos. Con motivo del mundial de fútbol *junior* del año 2000, Nigeria gastó US\$ 330 millones en la construcción de un nuevo estadio de fútbol, a pesar de que el año anterior había reconstruido 9 estadios. El costo del nuevo estadio superó el presupuesto anual del país para salud y educación. Costa de Marfil, por su parte, construyó la basílica más grande del mundo en la mitad de la selva con un costo superior a US\$ 300 millones.

(26) Este es el caso del Ecuador. Este país ha repudiado en nueve oportunidades sus bonos soberanos y en incontables ocasiones sus préstamos con bancos comerciales. De los 184 años de historia en el mercado de la deuda soberana, Ecuador ha estado en situación de *default* 109 años. El último episodio en esta larga cadena de incumplimientos tuvo lugar en el año 2008, cuando el Presidente Rafael Correa declaró que no pagaría los Bonos Soberanos 2012 y 2030 por considerarlos "inmorales". Esos bonos habían sido intercambiados por los "Bonos Brady" debido a que en su momento Ecuador dejó de pagarlos. Recordemos que a su vez los "Bonos Brady" habían sido intercambiados por las deudas contraídas frente a bancos comerciales durante las décadas de 1970 y 1980. El repudio de los Bonos Soberanos 2012 y 2030 no se debió a la existencia de una crisis económica o financiera. En efecto, a finales del 2000, el PBI del Ecuador era de US\$ 16 billones, mientras que a finales del 2008 ese indicador alcanzaba la cifra de US\$ 54 billones. Por otro lado, el ratio deuda pública/PBI ascendía al 70% en el 2000 y a solo 20% en el 2008. La situación económica y financiera del Ecuador era tan estable el 2008 que el Presidente Correa anunció que la decisión de dejar de pagar los Bonos Soberanos 2012 y 2030 no implicaba el no pago del resto de la cartera de deuda soberana. ¿Por qué razón Ecuador discriminó entre sus acreedores? ¿Por qué razón repudió solo dos deudas y continuó pagando las demás? La explicación se encuentra en la historia política del Presidente Correa. En la época en que ejerció como Ministro de Finanzas, Correa había intentado tomar los recursos de un fondo afectado al pago de los Bonos Soberanos 2012 y 2030 con el fin de financiar un programa de seguro de salud universal. El intento de Correa de tomar esos fondos ocasionó una respuesta dura de Paul Wolfowitz, Presidente del Banco Mundial, quien amenazó a Correa con no desembolsar créditos aprobados a favor de Ecuador si es que éste seguía con su plan de tomar los fondos en cuestión; debido a este problema Correa se vio obligado a renunciar. Tan pronto ganó las elecciones presidenciales, Correa activó nuevamente su viejo plan. En su primer discurso presidencial, Correa declaró que renegociaría toda la deuda externa debido a las condiciones inaceptables impuestas en el intercambio de bonos efectuado



Freddy Escobar Rozas

Si la cláusula *pari passu* es interpretada de manera restrictiva, los pagos efectuados a favor de algunos acreedores no pueden ser válidamente cuestionados por los demás. Este escenario genera poderosos incentivos para actuar de modo oportunista. En efecto, si el deudor soberano tiene la posibilidad de discriminar a pesar de estar en situación de *default*, dicho deudor elegirá pagar al grupo de acreedores estratégicos, esto es, al grupo de acreedores capaces de ejercer presión política (p.e. Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial)⁽²⁷⁾. Posteriormente dicho deudor tratará de reestructurar sus pasivos con los demás acreedores. Como quiera que estos últimos acreedores carecen de la capacidad de influir en el escenario político internacional, el deudor soberano no se sentirá compelido a efectuar una oferta de intercambio razonable. Ante la falta de *leverage* político, los acreedores excluidos de los pagos preferentes terminarán aceptando lo que el deudor soberano quiera ofrecerles⁽²⁸⁾.

Si, por el contrario, la cláusula *pari passu* es interpretada de manera no restrictiva, los pagos efectuados a favor de algunos acreedores pueden ser válidamente cuestionados por los demás. Esto significa que el deudor soberano no podrá discriminar entre sus acreedores. Por lo tanto, dicho deudor no estará en condiciones de pagar a los acreedores más poderosos (organismos internacionales con poder político que actúan de manera coordinada) para negociar después con los acreedores más débiles (inversionistas privados sin poder político que actúan de manera no coordinada).

Al impedir la acción discriminatoria del deudor soberano, la lectura no restrictiva de la cláusula *pari passu* incrementa al máximo los costos de reestructuración de la deuda soberana en la medida en que dicho deudor tendrá que efectuar una oferta de intercambio que satisfaga el precio de reserva de los acreedores más poderosos y no el de los acreedores más débiles.

El costo de la etapa de la reestructuración de la deuda soberana influye directamente en la decisión de cumplimiento o incumplimiento: mientras más costosa sea dicha etapa, menos atractiva será la opción de incumplimiento. En consecuencia, la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* desincentiva la opción del incumplimiento⁽²⁹⁾. Esto significa que, de cara a una posible estrategia oportunista del deudor soberano, la referida interpretación resulta ser la más eficiente.

Es posible argumentar que los mecanismos de mercado que desincentivan comportamientos oportunistas pueden actuar en el segmento de la deuda soberana, por lo que no es necesario recurrir a una interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* a efectos

el año 2000. Este discurso solo sería puesto en práctica para el caso de los Bonos Soberanos 2012 y 2030. Para mayores detalles sobre la historia de este último *default* de Ecuador: PORZECANSKI, Arturo C. *When Bad Things Happen to Good Sovereign Debt Contracts: The Case of Ecuador*. En: *Law and Contemporary Problems*. Vol. 73. 2010. pp. 251-271.

- (27) "A sovereign that is short of cash will not wish to make payments pro rata, thereby defaulting on all its debts and bringing upon itself the ire of every creditor. Instead, a sovereign will want to be able to pay the important creditors first so that they continue to provide support". Véase: GULATI, Mitu y Kenneth N. KLEE. *Sovereign Piracy*. En: *The Business Lawyer*. Vol. 56. 2001. p. 641. El texto glosado suscita varias preguntas: ¿cuáles son los criterios empleados para determinar a los "acreedores importantes"? ¿son esos criterios fijados *ex ante* o *ex post*? ¿el hecho de otorgar privilegios a "acreedores importantes" no genera incentivos perversos para que estos últimos concedan préstamos en condiciones no óptimas (ineficientes)?
- (28) El 20 de abril de 2009 Ecuador anunció su decisión de recomprar los Bonos Soberanos 2012 y 2030, ofreciendo 30 centavos por cada dólar. A pesar de que los bonistas trataron de organizarse para exigir el pago del valor nominal de los referidos bonos, aquéllos terminaron aceptando los términos propuestos por Ecuador. ¿Por qué? Ecuador había anunciado que pagaría a todos sus acreedores multilaterales. Eso dejaba a los tenedores de los Bonos Soberanos 2012 y 2030 sin el apoyo de los únicos acreedores con poder político. Ante el riesgo de perder todo y sin la posibilidad de ejercer presión política, cerca del 95% de los tenedores de los referidos bonos aceptó la recompra ofrecida por Ecuador. Véase: PORZECANSKI, Arturo C. *Op. cit.* p. 276.
- (29) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 836.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

de incrementar los costos del proceso de reestructuración y, por ende, de la opción de *default*. Sin embargo, ¿qué ocurre si esos mecanismos no funcionan en el segmento de la deuda soberana?

5. El sentido de la cláusula *pari passu* en función de la historia

Pari passu significa “igual”. Mediante una cláusula *pari passu* el deudor no hace otra cosa que obligarse a no contraer deudas futuras que concedan rangos prioritarios preferentes. El efecto práctico de la igualdad de rangos es visible cuando el deudor es declarado en insolvencia, ya que en tal situación sus bienes, de ser el caso, son repartidos entre sus acreedores en función de la prioridad que tengan sus créditos. Si el sentido práctico de tener la misma prioridad surge en el contexto de la insolvencia, ¿por qué razón los contratos de emisión de deuda soberana incluyen cláusulas *pari passu*?

Si los Estados no pueden ser declarados en insolvencia, ¿de qué sirven las cláusulas en cuestión en materia de deuda soberana?⁽³⁰⁾

Los abogados solemos recurrir a la historia para esclarecer los alcances de una norma legal o contractual. Entender las razones que originaron la aparición de esa norma nos da una pauta para determinar si el sentido original atribuido a la misma ha de mantenerse o abandonarse⁽³¹⁾. Veamos si en este caso la historia de la cláusula *pari passu* nos puede ayudar a responder la interrogante planteada.

Uno de los trabajos más citados en esta materia es el de Lee C. Buchheit y Jeremiah S. Pam⁽³²⁾. A pesar de la existencia de

(30) “*In the context of unsecured corporate debt (...) the pari passu clause ensures that the debt will have the same priority as all of the borrower’s other unsecured debt in the event of a liquidation (...) In a corporate bankruptcy, for example, an equal share of the proceeds of any liquidation will be distributed among all holders of pari passu ranking debts (after higher priority creditors are paid). But sovereign borrowers do not go into insolvency and cannot be liquidated. When a sovereign defaults, no judicial officer supervises the collection and distribution of sovereign assets in accordance with creditors’ respective priorities. In the context of sovereign lending, then, it is fair to say that no one really knows what the pari passu clause means (...)*” (énfasis agregado). Véase: WEIDEMAIER, Mark, Robert SCOTT y Mitu GULATI. *Op. cit.* p. 3.

(31) Algo que hoy parece normal o inevitable puede ser el resultado de una decisión que tuvo cierto sentido en el pasado. Ese algo puede haber sobrevivido a pesar de la desaparición de la justificación de la decisión que le dio vida. ¿Por qué? Porque una vez que algo es aceptado por el grupo, diversos factores económicos y emocionales desincentivan la búsqueda de opciones alternativas aun cuando éstas sean necesarias. El ejemplo paradigmático de este fenómeno (denominado *path dependence*) se halla en el orden del modelo del teclado de las computadoras, blackberrys, ipads y demás productos similares. El modelo actualmente usado es el “*QWERTY*” (secuencia de las primeras cinco teclas superiores de izquierda a derecha). El orden ofrecido por este modelo es ilógico, ya que no está alineado con la secuencia del alfabeto o con alguna combinación frecuente de letras. ¿Qué motivó la creación de tal orden? Los primeros usuarios de las máquinas de escribir tendían a atascarse cuando escribían muy rápido debido a que el teclado requería fuerza y precisión de cada uno de los dedos. Al advertir esto los creadores del modelo deliberadamente elaboraron una secuencia en la que todas las letras de la palabra *typewriter* estuviesen disponibles en la primera fila (donde los problemas de falta de fuerza y precisión se reducen al máximo). De este modo, los vendedores de las máquinas de escribir podían demostrar las bondades del producto escribiendo rápidamente el nombre de la compañía fabricante: *Typewriter*. Mejoras mecánicas no tardaron en aparecer. Esas mejoras facilitaron la labor de escribir a máquina en la medida en que demandaban menos fuerza y precisión de los dedos. Como consecuencia de ello, nuevos teclados fueron introducidos en el mercado, ofreciendo secuencias mucho más simples, basadas en combinaciones frecuentes. Sin embargo, esos teclados fracasaron estrepitosamente. Para 1890 todos los usuarios de las máquinas de escribir se habían acostumbrado a la extraña secuencia del modelo *QWERTY*. Ese modelo perdura hasta hoy, algo incomprensible si tomamos en cuenta que, por obra de la tecnología, resulta imposible atascarse al digitar teclados que no exigen mayor fuerza de los dedos para activarse. Sobre la teoría de la dependencia y sus implicancias en el Derecho: HATHAWAY, Oona. *Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System*. En: *Iowa Law Review*. Vol. 86. 2001. p. 601 y ss.

(32) BUCCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 869.



Freddy Escobar Rozas

cuestionamientos recientes⁽³³⁾, voy a seguirlo en la medida en que, hasta donde llega mi conocimiento, no existe otro trabajo alternativo⁽³⁴⁾.

Buchheit y Pam señalan que la cláusula aparece por primera vez en Inglaterra a finales del siglo XIX. En esa época las leyes inglesas otorgaban prioridad a los acreedores en función de la antigüedad de sus créditos (*first-in-time rule*). Como quiera que los emisores solían emitir múltiples series de bonos con el mismo colateral, aquéllos incluían una cláusula *pari passu* para asegurar a todos los bonistas que cualquier ejecución del colateral beneficiaría a todos por igual (prorrata). La cláusula *pari passu* no impedía, sin embargo, efectuar pagos del principal sobre una base no-prorrata⁽³⁵⁾.

La segunda etapa de la cláusula aparece en los primeros años del siglo pasado. Los deudores soberanos de la época habían comenzado a implementar la práctica del *earmarking*. Esa práctica consistía en comprometer, sin llegar a constituir garantías formales, ciertos ingresos (p.e.

ingresos procedentes de la exportación de cierta materia primera o de la recaudación de ciertos impuestos internos) para atender de modo preferente el pago de determinadas deudas. Los acreedores beneficiados con el *earmarking* gozaban de una prioridad de facto. A fin de evitar dicha prioridad, los bonistas empezaron a exigir la inclusión de la cláusula *pari passu*⁽³⁶⁾. En esta etapa, la cláusula *pari passu* tuvo la función que hoy le corresponde a la cláusula de “*negative pledge*”⁽³⁷⁾.

La tercera etapa de la cláusula aparece a partir de 1960. Los bancos comerciales que habían comenzado a realizar préstamos *cross-border* decidieron incluir la cláusula *pari passu* a fin de mitigar el riesgo de subordinación involuntaria derivada de cambios normativos internos. Habida cuenta que nada garantizaba que los Estados deudores no aprobaran leyes

-
- (33) Weidemaier, Scott y Gulati han analizado data de casi 200 años, a fin de contrastar las diferentes teorías que existen sobre el origen de la cláusula *pari passu*. Esa data contradice, por lo menos en algún extremo, cada una de las teorías (incluyendo la de Buchheit y Pam) ensayadas en torno a las razones por las cuales la cláusula *pari passu* aparece en el contexto de la deuda soberana. Véase: WEIDEMAIER, Mark, Robert SCOTT y Mitu GULATI. *Op. cit.* pp. 13 – 31.
- (34) Desafortunadamente, el trabajo de Weidemaier, Scott y Gulati no ofrece una historia alternativa en torno a las razones por las cuales la cláusula *pari passu* es empleada en materia de deuda soberana.
- (35) “*Under prevailing English law, absent a contractual agreement to the contrary, multiple claims by the holders of the various series of bonds against a common asset pledged as collateral would have been ranked in the temporal order in which the bonds were issued (...) Enter the pari passu clause, which confirmed the intention of the parties that all debtholders secured by the same collateral would share equally and ratably in the security (...) If one debtholder attempted to enforce the security interest by levying against the pledged property, for example, it was forced to do so for the benefit of all its pari passu-ranking fellow debtholders. Any proceeds from the levy were to be held in trust for all the debtholders whose claims against the borrower were secured by that collateral.*”. Véase: BUCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 894.
- (36) “*The traditional nineteenth century practice of sovereign earmarking a revenue stream or asset for the benefit of one set of creditors continued to be a matter of concern for the unsecured cross-border lenders in the last quarter of the twentieth century (...) The question faced by bankers and lawyers drafting sovereign credit agreements was how to curb this practice; a traditional negative pledge clause only restricted the creation of formal security interests. One of the original motivations for shifting the focus of a pari passu covenant to ranking of the debt “in right of payment” was that the drafters hoped to sweep in the kind of informal preferential arrangements that might otherwise have slipped through the negative pledge restriction.*”. Véase: BUCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 910.
- (37) La cláusula de *negative pledge* impide al deudor crear en el futuro derechos o privilegios que subordinen al acreedor. La siguiente es la redacción estándar de tal cláusula: “*The Borrower will not, and will not permit any of its Subsidiaries to, create, agree to create, incur, assume or suffer to exist any Lien upon or with respect to any property or assets (real, personal or mixed, tangible or intangible) of the Borrower or any of its Subsidiaries, whether now owned or hereafter acquired provided that the provisions of this Section shall not prevent the creation, incurrence, assumption or existence of the following (...)*” (texto extraído del archivo personal del autor).

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

internas dirigidas a subordinar las deudas existentes, los bancos comerciales decidieron incluir la cláusula *pari passu* con el fin de impedir que deudas futuras otorgaran prioridades superiores por aplicación de normas legales internas⁽³⁸⁾.

La cuarta etapa de la cláusula aparece a partir de 1970. Los bancos comerciales que efectuaban préstamos *cross-border* advirtieron que, por acción de otros acreedores, podían quedar involuntariamente subordinados. En efecto, aprovechando normas contenidas en los Códigos Civiles y Comerciales de los Estados deudores, que otorgaban prioridad a los contratos que fuesen elevados a escritura pública o que fuesen inscritos en ciertos registros⁽³⁹⁾, diversos acreedores lograban tener preferencia frente a los bancos comerciales⁽⁴⁰⁾. Como quiera que los bancos comerciales no podían controlar la acción de esos acreedores, aquéllos decidieron incluir la cláusula *pari passu* como una línea de defensa contra las subordinaciones involuntarias causadas por acciones de terceros acreedores⁽⁴¹⁾.

La historia descrita por Buccheit y Pam indica que la cláusula *pari passu* nace en el contexto de la deuda garantizada para eliminar el problema que la *first-in-time rule* creaba a los bonistas que compartían el mismo colateral. Posteriormente, la cláusula empieza a ser empleada en el contexto de la deuda soberana no garantizada para mitigar tres diferentes problemas: el de *earmarking*, el de subordinación involuntaria por cambios normativos internos y el de subordinación involuntaria por acción de otros acreedores⁽⁴²⁾. En consecuencia, en materia de deuda soberana, la función de la cláusula *pari passu* no ha sido otra que impedir la subordinación involuntaria formal y factual.

La lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* encuentra correspondencia directa con la historia descrita por Buchheit y Pam. El mundo

- (38) “As the lawgiving authority in its own country, what would stop a sovereign from passing a law that, for example, purported legally to subordinate all its existing foreign lenders in favor of some new set of creditors (with the consequence that the old lenders would only be entitled to collect on their claims once the new lenders had been paid in full?) (...) The inclusion of a contractual promise by the sovereign not to disturb the legal ranking of the debt by governmental fiat would therefore have seemed a very sensible precaution.”. Véase: BUCCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 908.
- (39) El artículo 913 del Código de Comercio de España y el artículo 1924(3) del Código Civil de España establecen que aquellos acreedores que tengan títulos que consten en escritura pública tendrán preferencia frente a otros acreedores. El artículo 224 del Código Civil de Filipinas establece lo mismo.
- (40) A finales de la década del 70, los bancos comerciales que habían concedido préstamos a Filipinas entraron en pánico cuando descubrieron que, al amparo de las normas del Código Civil de ese país, otros acreedores podían obtener una mejor prioridad mediante el expediente de notarizar sus contratos. Por tal razón, esos bancos presionaron al gobierno de Filipinas para que emita una norma que impida la notarización de contratos de préstamo celebrados por el Estado. A fin de calmar los ánimos de los bancos acreedores, el Banco Central de Reserva de Filipinas, a través de la Circular 618, estableció lo siguiente: “Effective immediately, no foreign agreements, deferred payment agreements or any other agreements which give rise to a foreign currency obligation or liability submitted to the Central Bank of the Philippines for approval and/or registration under the provisions of existing CB circulars, rules, and regulations, and no promissory notes or guarantees issued in connection therewith, shall be approved and/or registered if these are notarized or are otherwise evidenced by a public instrument.”. Véase: BUCCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 912.
- (41) “(...) at least some commercial bank lenders of the 1970s were acutely aware of the risk of involuntary subordination of their credits as a result of procedures such as those existing in Spain and the Philippines. This risk was also present, in a somewhat different form, in loans to sovereign borrowers. The Spanish procedure for acquiring seniority through the notarization of a debt instrument, for example, can have practical consequences for an “ordinary” creditor even outside of bankruptcy. A promise by the debtor to maintain the legal ranking of a loan at a level equal to or above all of its other unsubordinated indebtedness was the first and only contractual line of defense against this sort of mischief.”. Véase: BUCCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. *Op. cit.* p. 912.
- (42) “(...) what motivated modern drafters to include a *pari passu* provision (...) in their unsecured credit instruments with sovereign borrowers. The motivation must have been something other than a desire to protect the lender against involuntary



Freddy Escobar Rozas

actual, sin embargo, no conoce casos de *earmarking* ni de subordinaciones involuntarias por efecto de disposiciones legales internas o de acciones de terceros acreedores⁽⁴³⁾. ¿Debe el sentido de la cláusula *pari passu* permanecer por siempre atado a sus orígenes?

En el plano normativo la función de la cláusula *pari passu* debe estar determinada por una decisión de política pública respecto de qué es mejor: (i) que los acreedores puedan oponerse a pagos preferentes, lo que desincentiva el *default* pero dificulta la reestructuración; o, (ii) que los acreedores no puedan oponerse a tales pagos, lo que incentiva el *default* pero facilita la reestructuración. En otras palabras, en el plano normativo los alcances de la cláusula *pari passu* deben estar determinados por el resultado de sopesar los costos y los beneficios de dos intereses opuestos: el interés de desincentivar el *default* y el interés de facilitar el proceso reestructuración de los pasivos⁽⁴⁴⁾.

En el plano positivo los alcances de la cláusula *pari passu* deben estar fijados por el significado que razonablemente se pueda atribuir a los términos empleados por las partes contratantes.

6. Los argumentos a favor de una lectura restrictiva

La estructura económica de la deuda soberana descansa en el siguiente axioma: es preciso que el incumplimiento genere un costo significativo para el deudor; de lo contrario, este último no tendrá incentivos para cumplir. Si esto ocurre, los

prestamistas tampoco tendrán incentivos para prestar⁽⁴⁵⁾. Esto implica que mientras más bajo es el costo de incumplimiento para el deudor, más baja es también su capacidad para atraer financiamiento⁽⁴⁶⁾. El axioma enunciado tiene sentido; el problema, sin embargo, es identificar un costo que lo satisfaga.

6.1 El efecto reputacional

Las economías nacionales son cíclicas; aun así, las poblaciones suelen mantener constantes sus niveles de consumo. Por lo tanto, hace sentido que los Estados tomen préstamos durante los ciclos malos a efectos de financiar la estabilidad de los niveles de consumo; y que difieran el repago de los referidos préstamos para el momento en que retornen los ciclos buenos y, por consiguiente, las ganancias⁽⁴⁷⁾.

Bajo este escenario, es posible sostener que los Estados no tienen incentivos para incumplir. En efecto, si un Estado toma la decisión de incumplir, el mercado crediticio responderá con un embargo global, lo que significa que el Estado en cuestión no podrá acceder a préstamos en el futuro. Por consiguiente, cuando ese Estado enfrente ciclos malos, su consumo interno se verá irremediamente afectado. Debido a que, por factores políticos, los gobiernos no desean afectar el consumo de la población, el temor a un embargo

subordination in bankruptcy, for the simple reason that sovereigns are not subject to bankruptcy regimes. Our research suggests that had they been asked at the time (the 1970s onward) to justify the presence of a pari passu clause in an unsecured cross-border credit instrument with a sovereign borrower, contract drafters would have given three reasons: a lingering concern about earmarking of assets, the danger that a foreign sovereign decree altering the legal ranking of existing debts might be given effect by a court outside the debtor country and the risk of involuntary subordination through action by another lender". Véase: BUCHEIT, Lee C. y Jeremiah S. PAM. Op. cit. p. 915.

(43) GELPERN, Anna y Mitu GULATI. *Feel-Good Formalism*. En: Queen's Law Journal. Vol. 35. Número 1. 2009. p. 107.

(44) BRATTON, William. Op. cit. p. 835.

(45) En el peor de los casos, a mayor riesgo de incumplimiento, mayores tasas de interés. Por consiguiente, es en interés del deudor (soberano o corporativo) reducir sus márgenes para incumplir. Existe abundante literatura que explora los beneficios derivados de la decisión de restringir las opciones personales. Véase en particular: ELSTER, Jon. *Ulises Desatado. Estudios sobre Racionalidad, Precompromiso y Restricciones*, traducido por Jordi Mundo. Barcelona: Editorial Gedisa. 2002. pp. 15 – 97.

(46) BRATTON, William. Op. cit. p. 836.

(47) BRATTON, William. *Luc. cit.*

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

crediticio internacional razonablemente ha de desincentivar cualquier decisión estratégica de incumplimiento.

Si el efecto reputacional opera de la forma descrita, entonces no es necesaria la lectura no restrictiva de la cláusula *pari passu*, ya que dicha lectura solo tiene sentido bajo la premisa de que el deudor soberano tiene la posibilidad de actuar de manera estratégica. Más aun, si el efecto reputacional opera de la forma descrita, ha de preferirse la lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* en la medida en que la misma facilita el proceso de composición entre el deudor soberano y sus acreedores. Dadas las fuerzas del efecto reputacional, el deudor soberano solo incumplirá cuando realmente no tenga otra opción. Como quiera que ese deudor tendrá incentivos para presentar un plan de reestructuración que le permita seguir accediendo al mercado financiero internacional, es de interés de todos facilitar dicho plan. La lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* apunta hacia esa dirección.

Si bien no es posible negar la existencia del efecto reputacional, tampoco es posible afirmar que el deseo de evitar un embargo crediticio sea más fuerte que otros deseos competitivos.

Los gobiernos suelen tomar decisiones en función de necesidades que, por una u otra razón, entran en conflicto. Algunas veces la necesidad económica de no quedar excluido del mercado financiero internacional puede entrar en conflicto con la necesidad política de no incrementar los impuestos internos o de no efectuar recortes presupuestales. En un momento determinado, un gobierno puede considerar que el costo (político) de incrementar los impuestos o de reducir los gastos es, en el corto o en el mediano plazo, más alto que el costo (económico) de sufrir un embargo del mercado crediticio internacional⁽⁴⁸⁾.

Otras veces, sin necesidad de tener que optar entre realizar ajustes internos para pagar la deuda soberana o entrar en *default*, los gobiernos deciden hacer esto último. En efecto,

como quiera que los pagos de la deuda soberana reducen la cantidad de dinero disponible para el gobierno de turno, la decisión de incumplir tal deuda automáticamente incrementa la capacidad de gasto interno. Si el gobierno de turno considera que el costo de quedar temporalmente excluido del mercado financiero internacional es menor al beneficio obtenido como consecuencia del incremento de la capacidad de gasto interno, aquel gobierno optará por no pagar la deuda soberana⁽⁴⁹⁾.

Las instituciones financieras, por su parte, no necesariamente actúan de manera coordinada. *Kensington Internacional Ltd. v. Republic of Congo* nos ofrece un ejemplo emblemático. En 1984 Congo contrajo una deuda con Kensington, al año siguiente, Congo interrumpió los pagos. No obstante, Congo siguió recibiendo créditos de bancos del primer mundo, a través de su alter ego *Societe Nationale des Petrole du Congo* (SNPC), en clara violación de la cláusula de *negative pledge* incluida en el contrato celebrado con Kensington. Ciertos bancos franceses y canadienses *blue-chip* prefirieron realizar negocios con SNPC aun cuando su alter ego permanecía en *default* con otros bancos. Una interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* contenida en el contrato con Kensington habría impedido a Congo pagar a sus nuevos acreedores estando en situación de *default* frente a su antiguo acreedor.

Ecuador nos ofrece otro ejemplo emblemático. Después del repudio de sus Bonos Soberanos 2012 y 2030, Ecuador recibió ofertas de

(48) "Domestic politics in the country of the sovereign borrower also plays an important role (...) the government might convince its citizens that the lender is acting opportunistically and that taxes should not be raised to repay the debt. Indeed, if the government were to succumb to creditor pressure, its citizens may vote or take other action (in the extreme, by revolution) to replace it. These internal political contingencies are difficult to predict (...)". Véase: GULATI, Mitu y George G. TRIANTIS. *Contracts Without Law: Sovereign Debt Versus Corporate Debt*. En: University of Cincinnati Law Review. Vol. 75. 2007. p. 989.

(49) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 839.



Freddy Escobar Rozas

préstamos del *Inter-American Development Bank* (US\$ 515 millones), del *Latin American Reserve Fund* (US\$ 480 millones) y de la Corporación Andina de Fomento (US\$ 873 millones)⁽⁵⁰⁾.

Como indica Bratton, el *stock* de lealtad entre instituciones financieras suele ser deficitario⁽⁵¹⁾. El efecto reputacional no es, por consiguiente, tan fuerte como la teoría económica sugiere.

6.2 La aplicación de sanciones

Los derechos sin mecanismos de protección son ilusorios⁽⁵²⁾. Los contratos sin remedios contra los incumplimientos son inservibles⁽⁵³⁾.

A pesar de que los contratos representativos de deuda soberana incluyen cláusulas que otorgan a los acreedores un haz de derechos en caso de *default*, en la práctica es casi imposible ejercer tales derechos. En efecto, los deudores soberanos suelen tener sus activos en jurisdicciones que ofrecen y garantizan el principio de inmunidad⁽⁵⁴⁾. Este principio impide al acreedor de un Estado embargar activos de propiedad de este último, aun cuando exista incumplimiento comprobado. En algunas jurisdicciones este principio extiende

la protección a las agencias y a las empresas estatales.

El efecto del principio de inmunidad es tan fuerte que los prospectos de emisión de deuda soberana bajo las leyes de Nueva York incluyen la advertencia de que resulta extremadamente difícil ejecutar un fallo en contra del deudor soberano, sea en la jurisdicción natural de este último o en la jurisdicción de los Estados Unidos de América⁽⁵⁵⁾.

Las sanciones legales y contractuales, en consecuencia, son marginales en el mundo de la deuda soberana.

Si los deudores soberanos en *default* terminan repagando sus deudas es porque normalmente son objeto de presiones políticas⁽⁵⁶⁾, tanto a nivel interno como a nivel externo. Sin embargo, la oportunidad en que las presiones se activan así como el resultado de las mismas son inciertos⁽⁵⁷⁾. En efecto, dependiendo

-
- (50) En el mundo de la deuda soberana, los Estados que ingresan a una situación de *default* actúan de manera selectiva, eligiendo pagar a organismos y a agencias multilaterales, y subordinar a bancos e inversionistas privados. Por esa razón, los Estados en *default* suelen recibir nuevos préstamos de los referidos organismos y agencias.
- (51) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 840.
- (52) Una explicación formal de la necesidad de que los derechos tengan mecanismos de protección se encuentra en: ESCOBAR ROZAS, Freddy. *El Derecho Subjetivo*. En: IUS ET VERITAS. Número 16. 1998. p. 280 y ss.
- (53) Una explicación funcional de la necesidad de que los contratos cuenten con remedios ante el incumplimiento se encuentra en: SCOTT, Robert E. y George G. TRIANTIS. *Embedded Options and the Case Against Compensation in Contract Law*. En: *Columbia Law Review*. Vol. 104. 2004. p. 1428 y ss.
- (54) "Although the doctrine of sovereign immunity has evolved away from absolute protection of the sovereign, it is fair to say that this protection is still considerable. Importantly, even when a state may be sued and has waived immunities, collecting on a judgment is difficult. For all practical purposes state property within its own borders is completely immune. Abroad, creditor recourse is limited to property used by the sovereign for commercial activity, exempting diplomatic and military assets, among others." Véase: GELPERN, Anna. *Building a Better Seating Chart for Sovereign Restructurings*. En: *Emory Law Journal*. Vol. 53. 2004. p. 1128 – 1129.
- (55) CHOI, Stephen J. y Mitu GULATI. *An Empirical Study of Securities Disclosure Practice*. En: *Tulane Law Review*. Vol. 80. 2006. p. 1023.
- (56) "Although courts have attempted to enforce sovereign contracts in recent years, legal enforcement of sovereign debt is much less significant than nonlegal sanctions for default, particularly the threat of damaged reputation and political pressures." Véase: GULATI, Mitu y George G. TRIANTIS. *Op. cit.* p. 987.
- (57) "The IMF does not reject members in serious financial defaults nor do members withdraw in advance of default. During the sovereign crisis since 1995 (including Argentina, Uruguay, Pakistan, Ukraine, Ecuador, Dominican Republic, Mexico, and Russia) no membership was terminated either by the IMF or any sovereign borrower (...) Similarly, none of the sovereigns in significant financial crisis (that is, with a large external debt profile) has lost its eligibility to use IMF resource." (énfasis agregado). Véase: GULATI, Mitu y George G. TRIANTIS. *Op. cit.* pp. 1000 – 1001.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

del rol geopolítico internacional que cumplan los deudores soberanos en *default*, la presión política externa podrá o no activarse. Por ejemplo, si Pakistán o Turquía ingresan en *default*, difícilmente serán objeto de presión política dado el rol que cumplen en la lucha contra el terrorismo. Por otro lado, la presión política suele estar dirigida a lograr el repago de las deudas frente a los organismos financieros internacionales (p.e. Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial), dejando al margen el repago de las deudas existentes frente a los bancos comerciales⁽⁵⁸⁾.

En el mundo de la deuda soberana no existen sanciones legales eficaces. Las sanciones políticas funcionan relativamente bien bajo determinadas circunstancias, aunque solo suelen beneficiar a un selecto grupo de acreedores: los organismos financieros internacionales. Para los bancos e inversionistas privados, las sanciones políticas no constituyen remedios confiables.

7. Los argumentos a favor de una lectura no restrictiva

La estructura económica de la deuda soberana descansa en la necesidad de que el incumplimiento genere costos significativos para el deudor. Lamentablemente ni el efecto reputacional ni las sanciones legales y políticas constituyen costos significativos para el deudor soberano.

La reestructuración de la deuda soberana es la etapa siguiente a la de *default*. Un incremento en los costos de dicha etapa razonablemente desalentará la opción por el incumplimiento, lo que es altamente positivo en caso que el deudor soberano actúe estratégicamente.

¿Pero qué ocurre si el deudor soberano no actúa estratégicamente? ¿Qué ocurre si ese deudor no puede hacer otra cosa que incumplir? La tesis tradicional considera que el

incremento de los costos de la reestructuración no es deseable en este caso, ya que perjudica al deudor que desea abandonar la situación de *default* con la colaboración de sus acreedores. Esta interpretación de la realidad no es, sin embargo, necesariamente correcta.

7.1 La subordinación de hecho

Imaginemos que el deudor soberano se encuentra en situación de *default* sea porque decidió actuar estratégicamente o porque simplemente no tuvo otra opción.

Una lectura restrictiva de la cláusula *pari passu* otorga al deudor soberano la facultad de decidir qué acreedores recibirán la totalidad de los montos a los que tienen derecho y qué acreedores deberán negociar la reestructuración de la deuda en *default*. Una lectura no restrictiva de dicha cláusula impide al deudor soberano efectuar pagos preferentes y, por lo tanto, determinar qué acreedores deberán ser parte de la reestructuración de la deuda en *default* y qué acreedores no.

El hecho de poder decidir con qué acreedores negociar influye de modo directo en la fijación de la relación de canje de las deudas, pues no es lo mismo enfrentarse a acreedores multilaterales que gozan de poder político y que actúan de manera coordinada (p.e. banco Mundial, Fondo Monetario Internacional) que negociar con inversionistas privados que carecen de poder político y que actúan de manera no coordinada.

(58) "The deplorable fact is that no leading government or any official multilateral agency based in Washington or Latin America went on record to express any dismay at Ecuador's latest default (...) On the contrary, the local representatives of the regional development banks uttered words of moral support, and their headquarters provided an indirect blessing to the default (...) All things considered, the official community's tacit approval of Ecuador's default is deeply troubling. In practice, only governments and multilateral organizations, rather than any group of private-sector bondholders, banks, or suppliers, could have reined in a wayward sovereign debtor such as Ecuador in 2009 (...). Véase: PORZECANSKI, Arturo C. *Op. cit.* pp. 268 – 269.



Freddy Escobar Rozas

En el mundo de la deuda corporativa las prioridades están determinadas por las leyes de forma *ex ante*. Si el deudor efectúa pagos sin observar esas prioridades, los acreedores perjudicados pueden solicitar la invalidez de esos pagos y exigir a los acreedores beneficiados la restitución de los montos que hubiesen recibido.

En el mundo de la deuda soberana las cosas son bastantes diferentes. En efecto, como quiera que las barreras existentes para la ejecución forzada son altas, las prioridades que tienen valor no son las fijadas en los contratos sino las observadas en los hechos⁽⁵⁹⁾.

Los deudores soberanos pueden no tener recursos para pagar íntegramente a la totalidad de sus acreedores, pero normalmente tienen recursos para pagar íntegramente a algunos de ellos. Una vez en *default*, los deudores soberanos suelen elegir pagar completamente a unos acreedores (p.e. organismos multilaterales) y sentar a la mesa de negociación a otros acreedores. Esto significa que en los hechos esos deudores determinan qué acreencias tienen prioridad⁽⁶⁰⁾.

Recordemos lo que ocurrió en la crisis de los 80. En esa época los deudores soberanos habían emitido bonos, pero sus acreedores más importantes eran los bancos comerciales. Una vez en situación de *default*, esos deudores decidieron pagar a los bonistas⁽⁶¹⁾, a los acreedores del Club de París, al Fondo Monetario Internacional y a otros acreedores considerados

estratégicos. Los bancos comerciales fueron forzados a sentarse a la mesa de negociación. La prioridad otorgada en los hechos a los tenedores de bonos generó la sensación de que los bonos soberanos estaban libres del riesgo de *default*; por tal razón, los bancos empezaron a cambiar sus préstamos por bonos⁽⁶²⁾.

En los años recientes, Ecuador, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Ucrania decidieron, una vez en *default*, limitar sus incumplimientos a ciertos instrumentos⁽⁶³⁾.

La realidad demuestra que los deudores soberanos conceden en los hechos prioridades. Esas prioridades surgen de los pagos que arbitrariamente realizan tales deudores a favor de ciertos acreedores. Por tanto, se trata de prioridades *ex post*.

La dinámica de conceder prioridades *ex post* genera, cuando menos, dos efectos nocivos para el propio deudor soberano. En primer lugar, si los acreedores no pueden estar seguros de que recibirán el mismo trato en el plano de los hechos –esto es, en el plano de los pagos (parciales) efectuados por el

(59) “*With sovereign debt, where there is no bankruptcy reorganization, a bright-line distinction between priority and payment makes little sense. Here, legally articulated priorities, have no effect unless they impact payment; payment and priority are the same thing.*”. Véase: BRATTON, William. *Op. cit.* p. 846.

(60) “*In the absence of a bankruptcy backstop, most debts of national governments rank as legally equal, or pari passu (...)* Yet, in practice, sovereignty uniquely empowers a government to choose the order of repayment among its creditors based on its political imperatives, financing needs, reputational concerns, or any other considerations.”. Véase: GELPERN, Anna. *Op. cit.* p. 1121.

(61) Los deudores soberanos consideraron conveniente pagar a los bonos soberanos por diversas razones: (i) alta dispersidad de los bonistas; (ii) existencia de bonistas poco cooperativos y con tendencias al litigio; y, (iii) deseo de mantener buena reputación en el mercado de emisión de bonos.

(62) Como consecuencia de esto, el *stock* de bonos soberanos creció durante la década de 1980. La prioridad de facto de los bonos sufrió un revés el 1999, cuando el Club de París determinó que los tenedores de bonos emitidos por Pakistán debían estar incluidos, junto con otros acreedores, en el proceso de reestructuración de la deuda soberana de ese país.

(63) “*Every single sovereign debt crises of the past decade, in just every part of the globe (...)* has wrestled with the problem of intercreditor equity. In many (arguable most) cases, emerging markets governments have discriminated among creditors constituencies in ways that were hard to predict in advance and often were not revealed until after the decision to default or restructure had been made.”. Véase: GELPERN, Anna *Op. cit.* p. 1120.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

deudor—, aquéllos cobrarán una prima por el riesgo asumido. Esta prima, escondida en la tasa de interés, hará más oneroso el financiamiento para el propio deudor⁽⁶⁴⁾. Como quiera que los criterios de elección *ex post* del deudor soberano no son transparentes, la prima que cobren sus acreedores resultará en muchos casos excesiva frente al riesgo real que enfrentan⁽⁶⁵⁾. Esto significa que los deudores soberanos no solo pagarán una prima por un riesgo que pueden evitar sino que además pagarán en muchos casos más de lo que los acreedores cobrarían si es que conocieran *ex ante* los criterios de subordinación.

En segundo lugar, los acreedores que detecten un trato desigual en el plano de los hechos tratarán de interceptar los pagos que efectúe el deudor soberano, retrasando una posible reestructuración y, por tanto, una posible recuperación económica⁽⁶⁶⁾.

La interpretación restrictiva de la cláusula *pari passu* permite efectuar pagos preferentes y, por tanto, reducir el número de acreedores con los cuales negociar la reestructuración de la deuda soberana. Esta reducción es considerada deseable en caso que el deudor soberano no actúe de modo estratégico, ya que facilita el proceso de composición entre dicho deudor y los acreedores excluidos de los pagos preferentes.

¿Cómo saber, sin embargo, si los beneficios de la reducción del número de acreedores con los cuales negociar la reestructuración de la deuda soberana superan los costos de la discriminación *ex post*?

El deudor soberano que discrimina en los hechos paga una prima (probablemente alta) por el riesgo impuesto *ex post*. Por otro lado, ese deudor no puede estar seguro de que los acreedores excluidos de la cadena de pagos preferentes se sentarán a la mesa en lugar de litigar.

Dada la particular realidad de la deuda soberana, la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* cobra sentido en la medida en que dicha interpretación incrementa

los costos del incumplimiento. Esto desincentiva a los deudores oportunistas, algo absolutamente deseable. Los costos que la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* impone a los deudores no oportunistas no son necesariamente más altos que aquellos que surgen como consecuencia de la subordinación de hecho. Es perfectamente posible que estos últimos costos sean más altos que los primeros. En todo caso, el hecho que el deudor no oportunista tenga que sentarse a la mesa de negociación con todos sus acreedores no genera *per se* un grado de dificultad mayor para el éxito del proceso de composición. Este proceso será exitoso en la medida en que el deudor soberano efectúe una oferta de intercambio por un precio óptimo.

7.2 El efecto en el precio

Imaginemos que el deudor soberano ha ingresado a una situación de *default*. Imaginemos, además, que ese deudor no está dispuesto a efectuar pago alguno a menos que los acreedores acepten una oferta de intercambio de deudas (p.e. deuda derivada de contratos de préstamo por “Bonos Brady”).

La oferta de intercambio normalmente contempla una reducción del valor nominal de la deuda y/o una reducción de la tasa de interés. Por consiguiente, los acreedores aceptarán dicha oferta en la medida en que:

$$V(OI) > Re(Do)$$

Donde: $Re(Do)$ = *retorno esperado de la deuda original*; $V(OI)$ = *valor de la oferta de intercambio*

(64) GELPERN, Anna *Op. cit.* p. 1121.

(65) GELPERN, Anna *Luc. cit.*

(66) GELPERN, Anna *Luc. cit.*



Freddy Escobar Rozas

En otras palabras, el deudor soberano logrará la reestructuración de la deuda inicial en *default* en la medida en que la nueva deuda posea un valor de mercado superior al de la deuda inicial en *default*⁽⁶⁷⁾.

Como cualquier otro acuerdo contractual, el acuerdo de intercambio de deudas se celebrará en la medida en que el deudor soberano ofrezca a sus acreedores algo que mejore su situación. La negociación entre el deudor soberano y sus acreedores estará dirigida a determinar cómo se reparte el *surplus* generado por la cooperación de las partes contratantes⁽⁶⁸⁾.

Ambas partes ingresarán a la etapa de negociación con diferentes armas. El deudor soberano sabe que el dinero tiene valor en el tiempo y que los acreedores, aun los más

informados, están afectados por una situación de incertidumbre acerca de la situación económica y financiera de la nación y de la dirección que tomaran las decisiones políticas del gobierno⁽⁶⁹⁾. Adicionalmente, el deudor soberano puede tomar ventaja de ciertos problemas de coordinación de acción colectiva de los acreedores⁽⁷⁰⁾. Los acreedores, por otro lado, no están alineados al momento del *default*, en la medida en que compiten por recursos escasos (o supuestamente escasos)⁽⁷¹⁾.

En este escenario, ¿qué esquema contractual será el más conveniente para los acreedores? ¿Un esquema UAC o un esquema CAC?

-
- (67) El valor de mercado de la deuda en *default* depende del retorno esperado de su ejecución forzada. Recordemos que Elliott adquirió créditos por US\$ 11.4 millones, cuando el valor nominal de los mismos alcanzaba la suma de US\$ 20.7 millones.
- (68) Los contratos crean y transfieren derechos sobre los recursos; esto es, sobre las cosas y las acciones que poseen valor para las personas. Las partes celebran contratos para incrementar sus niveles de bienestar, no para mantener los que tienen. Una vez ejecutados, los contratos generan ganancias recíprocas para las partes. La suma de esas ganancias constituye el *surplus*. Véase: FANWORTH, Allan. *Contracts*. New York: Aspen Publishers. 2004. p. 6 y 7; GOLD, Andrew S. *A Property Theory of Contract*. En: *Northwestern University Law Review*. Vol. 103. Número 1. 2009. pp. 13 – 63.
- (69) Existe asimetría informativa en materia de emisión y toma de deuda en la medida en que el deudor tiene mejor información que el acreedor sobre el riesgo de repago. La teoría financiera distingue dos factores que generan tal asimetría: información oculta (*hidden information*) y acción oculta (*hidden action*). El primer factor describe la mayor y mejor información que tiene el deudor soberano respecto de su situación económica y financiera. El segundo factor describe la mayor y mejor información que tiene el deudor soberano acerca de las acciones de gobierno futuras que generarán un impacto en el valor de mercado de la deuda soberana. Los *covenants* positivos y negativos tienen la misión de mitigar estos dos factores de asimetría.
- (70) “*Creditor coordination problems erect barriers to successful compositions. To describe them, we take up the particulars of today’s sovereign debt crisis. Today’s crisis holds out coordination problems more daunting than those encountered during the 1980s. In the 1980s crisis, unanimous assent to compositions at least was feasible because money center banks held the bulk of the debt outstanding. Bank lenders are repeat players, constrained to cooperate with one another. But the cast of characters changed in the 1990s. The banks sustained significant losses in the Latin American crises of the 1980s, and withdrew from a dominant role in sovereign lending. The sovereigns, returning to the borrowing practices of the nineteenth and early twentieth centuries, turned to the bond markets. The shift meant larger numbers of creditors holding smaller claims. In mid-1999, for example, Argentina had \$ 111.8 billion of foreign issued bonds outstanding and \$ 29.6 billion of bank loans. The bondholders were spread all over the world. Many were institutional investors, but there also were also large numbers of small, individual investors purchasers of bonds in retail “cookie jar” offerings in Germany and Japan. Such a heterogeneous group of creditors inevitably can be expected to hold heterogeneous views about the debtor’s ability to pay.*”. Véase: BRATTON, William W. y Mitu GULATI. *Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors*. En: *Vanderbilt Law Review*. Vol. 57. 2004. p. 20.
- (71) “*To some degree, the interests of creditors in the decision making of the borrower are aligned: most forms of borrower misbehavior affect adversely all creditors so that the monitoring efforts of one will benefit the others (...) The borrower’s insolvency, however, creates a conflict in the interests of various creditors because the borrower has insufficient value to satisfy all debts.*”. Véase: GULATI, Mitu y George G. TRIANTIS. *Op. cit.* p. 981.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

Es razonable anticipar que, bajo un esquema UAC, el deudor soberano efectuará la mejor oferta comparativa para repartir el *surplus*. En efecto, los acreedores generalmente no tienen la misma información ni la misma actitud hacia el riesgo. La existencia de asimetría informativa y de preferencias diferenciadas genera que los precios de reserva de los acreedores sean muy distintos⁽⁷²⁾. Si el deudor soberano requiere el consentimiento de todos los acreedores o el de una súper mayoría, dicho deudor tendrá que efectuar una oferta que satisfaga, no el precio de reserva promedio, sino el precio de reserva más alto. En otras palabras, para que la oferta de intercambio de deuda sea exitosa, el deudor soberano tendrá que satisfacer la demanda de la porción más exigente de los acreedores. Esto significa que el esquema de UAC impedirá que la poca o nula coordinación entre los acreedores determine que la aceptación de una oferta de intercambio que iguale el precio de reserva más bajo⁽⁷³⁾.

El esquema UAC induce a efectuar una oferta que iguale el precio de reserva más alto, pero puede crear un problema de *holdout*. ¿Será este problema decisivo? No. Si el deudor soberano ofrece una repartición atractiva del *surplus*, la operación de intercambio no será frustrada por un problema de *holdout*. En efecto, si bien es difícil obtener un cien por ciento de aprobación, bajo el esquema UAC normalmente es posible efectuar el intercambio con la aprobación de una súper mayoría si es que el deudor soberano incluye un *Exit Consent*. Por consiguiente, si la oferta de intercambio fracasa no será por un problema de *holdout* sino por un problema de precio, de repartición del *surplus*⁽⁷⁴⁾.

Veamos ahora qué rol juega la interpretación de la cláusula *pari passu* en la negociación de reestructuración vía intercambio de deudas. Para ello, voy a seguir de cerca un ejemplo tomado de Bratton.

Imaginemos que un deudor soberano debe € 100 millones e indica que solo tiene recursos para pagar la mitad de la deuda, esto es, € 50 millones. Por tal razón, el deudor soberano efectúa una oferta de intercambio en términos *take-it-or-leave-it*. Esta oferta supone sustituir (*novar*) la deuda de € 100 millones por una deuda de € 50 millones. Imaginemos que los acreedores creen que el deudor soberano puede pagar € 70 millones, por lo que rechazan la oferta. Ante ello, el deudor soberano efectúa una nueva oferta, también por € 50 millones, estableciendo que la nueva deuda será *senior* con respecto a la deuda de € 100 millones. Si los acreedores de la deuda de € 100 millones no son beneficiarios de una cláusula *pari passu*, entonces tendrán que aceptar esta segunda oferta. Si no lo hacen, la prioridad de la nueva deuda los dejará luchando por repartirse € 20 millones (70 – 50 = 20). Si, en cambio, los referidos acreedores son beneficiarios de una cláusula *pari passu*, la segunda oferta podrá ser rechazada. Para ello, sólo hará falta interpretar la referida cláusula en términos restrictivos.

Veamos si la interpretación restrictiva es suficiente en el siguiente escenario. Imaginemos que la segunda oferta no contempla preferencia alguna a favor de la nueva deuda, por lo que la deuda de € 100 millones y la de € 50 millones serán *pari passu*. Imaginemos además que la nueva deuda ha sido estructurada de modo tal que el *default* de la deuda de € 100 millones no

(72) El precio de reserva del vendedor es el monto mínimo al que éste venderá el bien, mientras que el precio de reserva del comprador es el monto máximo al que éste comprará el bien.

(73) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 848.

(74) “No one ever expects one hundred percent participation in a composition under UACs, yet such exchange offers close all the time under UACs on the basis of supermajority acceptance (...) none of those complaining about the holdout problem offers evidence that holdouts regularly cause exchange offers to fail. When offers do fail, it may be that they are too low and as a result attract something much less than a supermajority of creditors.” (énfasis agregado). Véase: BRATTON, William. *Op. cit.* p. 848.



Freddy Escobar Rozas

generará un *default* de la deuda de € 50 millones (el *cross-default* queda excluido en el contrato de emisión de la nueva deuda). Imaginemos finalmente que el deudor soberano anuncia que no pagará la deuda de € 100 millones hasta que la deuda de € 50 millones no se encuentre completamente pagada y que deslizará la deuda de € 100 millones (afectado la liquidez de los créditos). ¿Aceptarán esta oferta los acreedores? La respuesta depende de la credibilidad de la amenaza de no pago del deudor soberano. En efecto, si la amenaza es creíble⁽⁷⁵⁾, los acreedores preferirán aceptar la oferta, a pesar de que sean beneficiarios de una cláusula *pari passu*. ¿Por qué? En primer lugar porque ambas deudas son *pari passu*; ninguna tiene un rango superior a la de la otra. Por esa razón, los acreedores de la deuda de € 100 millones no pueden oponerse a la estrategia del deudor soberano. En segundo lugar porque a pesar de existir igualdad de rangos, los acreedores de la deuda de € 100 millones estarán subordinados en los hechos a los acreedores de la deuda de € 50 millones. La voluntad del deudor soberano de efectuar pagos preferentes y la inexistencia de *cross default* generarán tal efecto. Como consecuencia de ello, la expectativa de pago de tales acreedores se reducirá dramáticamente.

Sin embargo, si la cláusula *pari passu* es interpretada de manera no restrictiva, los acreedores de € 100 millones podrán oponerse a la estrategia de subordinación del deudor soberano en la medida en que estarán habilitados para evitar pagos preferentes.

La interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* determina que la amenaza del deudor soberano no sea creíble en la medida en que los acreedores podrán emplear medidas legales *ex post* para bloquear pagos preferentes. Esto impactará en la división del *surplus*. En efecto, si el deudor soberano sabe que su amenaza de no pago no es creíble, razonablemente tratará de mejorar su oferta a fin de lograr una división mutuamente aceptable del *surplus*⁽⁷⁶⁾.

Por supuesto que es posible que incluso si el deudor soberano ofrece un reparto razonable del *surplus*, un acreedor oportunista puede paralizar el intercambio al amparo de la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu*. Sin embargo, el efecto de un hipotético *holdout* será temporal. Todo lo que el deudor soberano tiene que hacer para anular al acreedor oportunista es incluir en su oferta de intercambio un *Exit Consent*.

8. La búsqueda del sentido legal

This debt will rank at least pari passu in priority of payment. Este es lenguaje comúnmente empleado por la cláusula *pari passu*.

Bajo el método de interpretación literal, tanto la lectura restrictiva como la lectura no restrictiva de la cláusula *pari passu* encuentran cierto sustento. En efecto, si el acento es puesto sobre la palabra *payment*, la lectura no restrictiva cobra sentido. Sin embargo, si el acento es puesto sobre las palabras *rank* y *priority*, la lectura restrictiva resulta admisible.

Ante la inoperatividad del método de interpretación literal resulta razonable recurrir al método que apela al entendimiento del mercado. ¿Cómo han interpretando los actores del mundo de la deuda soberana la cláusula *pari passu*?

Los abogados y los académicos han defendido mayoritariamente la interpretación restrictiva en respuesta al resultado del *Caso Elliott*⁽⁷⁷⁾.

(75) La amenaza será creíble en la medida en que sea razonable esperar (i) que el deudor soberano evada las acciones legales y políticas que ejerzan los acreedores de la deuda € 100 millones; y, (ii) que el deudor soberano obtenga acceso a financiamiento por parte de nuevos acreedores. La historia de la deuda soberana demuestra que lograr ambas cosas es perfectamente posible.

(76) BRATTON, William. *Op. cit.* p. 850.

(77) La interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* ha sido defendida por algunos abogados y académicos. El representante más notable de los defensores de dicha interpretación es Andreas F. Lowenfeld, Profesor Emérito de la Escuela de Leyes de la New York University. En el *Caso Elliott*, Lowenfeld defendió la posición de Elliott ante la Corte del Distrito Sur de Nueva York.

El caso Elliott y el dilema de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana: entre el holdout y el default estratégico

Esto, sin embargo, no significa que dicha interpretación haya sido compartida por todos los actores del mundo de la deuda soberana.

Lee Buchheit⁽⁷⁸⁾, el abogado más reputado en materia de deuda soberana, nos ofrece la siguiente revelación:

“One sometimes encounters an inquisitive borrower who asks why this little breeze off the Tiber has ruffled through the pages of his loan agreement. This is when the fun starts. *“It means you can’t pay back somebody else’s loan if you’re not then current on your payments under this loan” is how some bankers may explain it.* “It means you can’t give a preference to some other creditor that you are not at the same time giving to us” will be the interpretation offered by others (...) The lender is not being told that anything about where it will stand in a queue of bankruptcy creditors. In the absence of this explanation (...) *a good number of bankers (and more than a few sovereign borrowers) seem to believe that the pari passu covenant is there to compel the borrower to pay for all of its external debt on a ratable basis* (either in terms of the amount, or the timing, of debt service payments).” (énfasis agregado)⁽⁷⁹⁾

En el mundo de la deuda soberana las opiniones acerca de los alcances de la cláusula *pari passu* no son, pues, uniformes.

Dadas las limitaciones de los métodos de interpretación empleados, ¿bajo qué criterio razonable podemos tomar una decisión de naturaleza legal respecto de los alcances de la cláusula *pari passu*? *Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank* nos ofrece un criterio de interpretación confiable.

En 1982, con ocasión de *Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank*, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de los Estados Unidos de América estableció lo siguiente:

“Where contractual language seems designated to project the interests of both parties and where conflicting

interpretations are argued, the contract should be construed to sacrifice the principal interests of each party as little as possible. *An interpretation which sacrifices a major interest on one of the parties while furthering only a marginal interest of the other should be rejected* in favor of an interpretation which sacrifices marginal interests of both parties in order to protect their major concerns.” (énfasis agregado)

La referida Corte considera que, en lugar de especular sobre las intenciones subjetivas que las partes tenían al momento de celebrar el contrato, se debe sopesar todos los intereses en juego y, entre todas las interpretaciones conflictivas posibles, adoptar la que preserve los intereses de las partes al menor costo posible.

¿Qué intereses giran en torno a la interpretación de la cláusula *pari passu*? Por un lado, está el interés de los acreedores del deudor soberano en no quedar involuntariamente subordinados en función de una decisión arbitraria de este último, lo que desincentiva la opción del *default* estratégico. Por otro lado, está el interés del deudor soberano en evitar el problema del *holdout*, de modo que pueda llevar a cabo, al menor costo posible, un proceso de reestructuración de su deuda.

Tradicionalmente se considera que la interpretación restrictiva de la cláusula *pari passu* sacrifica el primer interés, pero satisface el segundo; mientras que la interpretación no restrictiva de tal cláusula satisface el primer interés pero sacrifica el segundo. ¿Es esto correcto? No.

(78) Lee Buchheit es socio de Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton. Buchheit ha representado a diversos países latinoamericanos en múltiples operaciones de emisión de deuda soberana. En el *Caso Elliott* Buchheit representó al Estado peruano ante la Corte de Apelaciones de Bruselas.

(79) Tomado de: BRATTON, William. *Op. cit.* pp. 860 – 861.



Freddy Escobar Rozas

A la luz de los hechos es posible afirmar que la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* no genera un problema de *holdout* si es que la oferta de intercambio es valiosa para los acreedores. Pakistán y Ucrania han logrado reestructurar sus deudas a pesar de tener enfrente a grupos numerosos y dispersos de acreedores. En ambos casos el hecho de ofrecer una división razonable del *surplus* generado por el intercambio de deudas bastó para eliminar el problema del *holdout*⁽⁸⁰⁾. Como indica Gelpern, el *holdout* es un problema teórico pero no real en el mundo de la deuda soberana⁽⁸¹⁾.

La interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu* satisface el interés de los acreedores del deudor soberano en no quedar involuntariamente subordinados y, por tanto, en desincentivar la opción del *default* estratégico. Por otro lado, dicha interpretación

no causa mayor impacto en el interés en evitar un problema serio de *holdout*, ya que, de existir, ese problema se evita, por un lado, a través de una división aceptable del *surplus* del intercambio de deudas; y, por el otro, a través de la introducción del mecanismo del *Exit Consent*.

La interpretación restrictiva de la cláusula *pari passu*, por el contrario, sacrifica en su totalidad el interés de los acreedores del deudor soberano en no quedar involuntariamente subordinados y en desincentivar la opción del *default* estratégico. Dicha interpretación no otorga ventaja comparativa alguna a quienes desean evitar el problema del *holdout*.

Comparando el efecto neto de ambas interpretaciones, resulta claro que, a la luz del criterio de establecido en *Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank*, ha de preferirse la interpretación no restrictiva de la cláusula *pari passu*. Por consiguiente, la parte beneficiaria de dicha cláusula debe poder cuestionar tanto el otorgamiento de un estatus preferente como la realización de un pago preferente una vez declarado el *default*.

(80) "(...) *the assumption that the shift from bank lending to bond issuance implicated intractable coordination problems (...) followed from experiences in the debt crises of the 1980s, when restructuring procedures were disorderly, even with long-term players at the table and norms of cooperation in play. Hundreds of creditors with disparate views had to be brought into line, and UACs complicated this task. Composition was achieved only with official sector intervention and years of negotiation. The small amount of bonded debt was put off to one side, and allowed to escape from restructuring on the theory that bondholder coordination was too hard to procure. The assumption that bondholders with UACs could not be brought to agreement on compositions benefited the bondholders in the bailouts, as they stood to one side collecting the proceeds of emergency loans. These assumptions changed after 1999 when Pakistan, Ecuador, and Ukraine successfully concluded compositions with dispersed bondholder participation. These compositions were of the preemptive variety, mooted as exchange offers, and successfully closed before liquidity problems became serious. Vulture investors did not disturb the proceedings. There was value on offer in the compositions and the vultures accepted it instead of holding out for more.*" (énfasis agregado). Véase: BRATTON, William W. y MITU GULATI. *Op. cit.*, p. 43 – 44.

(81) "*The potential effect of litigation on the eventual restructuring is uncertain. Payments to holdouts in Ecuador and Uruguay, a potential windfall for Argentina's litigants, and recent settlements benefiting holdouts under loan instruments may trigger an epidemic of holdout behavior under New York law bonds. However, nearly a decade after it first became the focus of policy and academic attention, the holdout problem has all but failed to materialize.*" (énfasis agregado). Véase: GELPERN, Anna. *Op. cit.* p. 1143.