
Reestructuración de deuda soberana: ¿vale la pena preocuparnos por Elliott?

Eduardo Luis López Sandoval

Abogado por la Universidad de Lima.
LLM – University of Cambridge
LLM – Harvard Law School
Profesor de Finanzas Corporativas en la
Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

1. Introducción.

Uno de los casos judiciales más importantes e interesantes de la última década, en lo que a deuda soberana se refiere, fue aquel iniciado por Elliott Associates, LP -un fondo de inversión domiciliado en la ciudad de Nueva York, que en adelante será referido simplemente como “Elliott”- contra la República del Perú⁽¹⁾. La decisión final en este caso, tras varios años de acciones judiciales promovidas en Nueva York, favoreció a Elliott. Sin embargo, éste se encontraba aún frente al obstáculo más complicado que debe enfrentar todo acreedor en este tipo de casos: la imposibilidad práctica de embargar activos de propiedad del deudor soberano con miras a facilitar el cobro de la suma adeudada.

En efecto, ocurría que ni el Perú ni los deudores principales -Banco de la Nación y Banco Popular del Perú- tenían propiedades o fondos en los Estados Unidos que fueran susceptibles de ser embargados por Elliott. Este panorama desfavorable, sin embargo, no desalentó a Elliott. Con mucha astucia, éste diseñó una estrategia legal destinada a interceptar y bloquear los fondos que el Perú tenía planeado transferir al exterior para el pago de intereses correspondientes a aquellos acreedores que habían aceptado reestructurar sus créditos bajo el esquema del Plan Brady.

Luego de algunos intentos fallidos, Elliott logró finalmente lo que muchos creían imposible: forzar judicialmente a un deudor soberano a pagar sus deudas. El desenlace de la larga serie de procesos ocurrió en Bruselas, Bélgica, cuando una resolución judicial emitida por una Corte de Apelaciones de dicho país otorgó a Elliott -en un procedimiento *ex parte*- la medida cautelar anticipada que éste había solicitado, prohibiendo a Euroclear⁽²⁾ el recibir fondos provenientes del Perú y, en caso dichos fondos ya hubieren sido recibidos, el entregar los mismos a los tenedores de bonos Brady peruanos (en adelante, el Fallo de Bruselas). Al ver bloqueada la vía prevista para el pago de sus bonos Brady, el Perú se vio forzado a transar con Elliott para evitar un incumplimiento frente a los tenedores de tales bonos.

La victoria de Elliott en Bruselas se basó fundamentalmente en el argumento de que el Perú se encontraba intentando hacer pagos a sus acreedores en violación del principio de igualdad de trato entre ellos -recogido en la denominada cláusula *pari passu*- y que trataba de utilizar el sistema Euroclear para alcanzar tal objetivo. La referida Corte de Apelaciones, tras revisar tales argumentos, concluyó que la cláusula *pari passu* contenida en el acuerdo que gobernaba la relación entre las partes, significaba que todo pago debía ser efectuado proporcionalmente entre todos los acreedores. La

(1) Tal como será explicado en mayor detalle en la segunda parte del presente artículo, el Perú participó como garante de los dos deudores principales involucrados en el presente caso, a saber, el Banco de la Nación y el Banco Popular del Perú.

(2) Euroclear era la institución de compensación y liquidación de valores que había sido designada para canalizar todos los pagos correspondientes a los tenedores de bonos Brady peruanos.

Corte entendió que el Estado peruano no podía discriminar entre sus acreedores, pagando selectivamente a alguno de ellos e incumpliendo con otros. Es decir, la interpretación que finalmente prevaleció fue que todos los acreedores debían ser pagados a prorrata.

Aunque no existe aún una idea clara sobre los efectos y consecuencias que el Fallo de Bruselas producirá en el contexto de deuda soberana, se ha sugerido insistentemente que la posición de los acreedores no alineados⁽³⁾ se verá indudablemente fortalecida. Estos acreedores han sido una constante en los procesos de reestructuración de deuda soberana desde inicios de los noventa, cuando la arquitectura financiera internacional para este tipo de deuda sufrió una importante transformación, pasando de los tradicionales esquemas de créditos sindicados bancarios al financiamiento a través de emisiones de bonos soberanos. Esta nueva estructura de financiamiento originó el desarrollo de un mercado secundario para la negociación de tales instrumentos y, consecuentemente, un crecimiento exponencial en el conjunto de acreedores, conformado ahora por el disperso grupo de tomadores de tales bonos.

Ahora bien, de acuerdo a la regulación aplicable a estas emisiones -usualmente la ley neoyorquina o la inglesa- los tenedores de bonos soberanos no se encuentran obligados a participar en procesos de reestructuración de deuda, ni a aceptar los nuevos instrumentos que pudieran ser objeto de una oferta de intercambio promovida por el país emisor. Las Cortes neoyorquinas han reconocido que tales acreedores se encuentran facultados para conservar sus títulos originales y que el país deudor está obligado a pagar su deuda bajo las condiciones originalmente pactadas. En la práctica, sin embargo, era bastante improbable que un acreedor no alineado pudiera forzar el pago de sus títulos originales, dada la protección que la *US Foreign Sovereign Immunities Act* brindaba a los Estados soberanos.

Es precisamente en esta área donde se supone que el Fallo de Bruselas podría eventualmente jugar un papel verdaderamente significativo. Varias connotadas autoridades en la materia han sugerido

que el indicado fallo resulta ser una de las más importantes armas puestas a disposición de los acreedores no alineados para defender sus intereses frente al deudor soberano y resto de acreedores alineados. Más aún, existen serias predicciones⁽⁴⁾ en el sentido de que dicho fallo podría causar severos inconvenientes en la reestructuración de deuda soberana y que, como consecuencia de ello, se generaría una mayor inestabilidad en el mundo de las finanzas internacionales. Ante la amenaza de tales pronósticos, se ha propuesto urgentemente la implementación de un sistema de quiebra internacional de aplicación exclusiva a deudores soberanos, o de cualquier otro mecanismo legal que permita llevar a cabo la reestructuración ordenada de deuda soberana. Sin embargo, las mencionadas predicciones toman como premisa válida el hecho de que el mencionado Fallo de Bruselas constituye una conclusión legal final y definitiva, que será utilizada como precedente de obligatoria observancia en Bruselas y que probablemente influenciará la interpretación del tema bajo discusión en otras jurisdicciones. Pues bien, es este aspecto específico de la controversia el que será abordado por el presente trabajo.

Tenemos entonces que el tema central del presente artículo consiste en examinar cuales podrían ser los verdaderos efectos legales del Fallo de Bruselas en el campo de la reestructuración de deuda soberana. Así, en su primera parte, este trabajo estará enfocado en analizar exclusivamente la parte substantiva de la mencionada decisión. Ha sido el propio Fondo Monetario Internacional el que ha sostenido que no es claro si es que la estrategia utilizada por Elliott sobreviviría en futuros casos ante la amenaza de una defensa legal bien estructurada. Por ello, esta primera parte tiene como objeto aclarar este punto en particular, explorando a profundidad la interpretación del significado de la cláusula *pari passu*. Trataremos de identificar el significado legal de tal cláusula y determinar si existe alguna divergencia cuando es comparado con el significado que el mercado internacional en general le atribuye a la misma. Ahora bien, considerando que la interpretación de la cláusula en cuestión tiene

(3) Por el término "acreedores no alineados" nos referimos a lo que en inglés se conoce como *hold-out creditors*, vale decir, aquellos acreedores de emisores soberanos que adoptan la decisión de no participar de aquellos programas de reestructuración de deuda promovidos por el propio deudor y, en consecuencia, permanecen con el mismo título representativo de la deuda original.

(4) GULATI, G. Mitu y Kenneth N. KLEE. *Sovereign Piracy*. En: *The Business Lawyer*. Volumen 56. Febrero 2001. p. 636.

que ser hecha a la luz de las leyes que resultan de aplicación a los contratos que contienen tal cláusula, el análisis presentado en el presente artículo estará básicamente enfocado en la ley del Estado de Nueva York, con algunas específicas referencias a la ley inglesa.

En la segunda parte de este trabajo, la controversia será explorada desde una perspectiva totalmente formal. Así, se buscará encontrar respuesta a las siguientes preguntas: ¿Representa realmente el Fallo de Bruselas una conclusión legal definitiva y final? ¿Qué tan importantes son las conclusiones vertidas en una resolución adoptada dentro de un procedimiento llevado a cabo *ex parte*? ¿Llegó realmente la Corte de Bruselas a una decisión final en el asunto bajo discusión? ¿Podría ser utilizado dicho fallo como precedente de obligatoria observancia en Bélgica?

Con el presente trabajo esperamos poder ayudar a determinar si es que el Fallo de Bruselas representa en realidad una amenaza para la estabilidad del mercado internacional de deuda soberana y si, como consecuencia de ello, éste podría ser utilizado como un argumento de peso para impulsar la creación de un procedimiento de quiebra internacional destinado a deudores soberanos o para la implementación de cualquier otra propuesta similar alternativa.

2. El caso Elliott: antecedentes y estrategia legal aplicada.

2.1. ¿Que ocurrió exactamente?

En octubre de 1995, el gobierno peruano anunció públicamente haber alcanzado un acuerdo para la adopción del denominado Plan Brady, luego de que el Comité Asesor de Bancos Acreedores aceptara reestructurar las deudas vencidas que el

Perú mantenía con bancos comerciales y aprobara el intercambio de tales créditos por bonos Brady⁽⁵⁾. Tan sólo tres meses después de tal anuncio, Elliott empezó a adquirir créditos contra el Banco de la Nación y el Banco Popular del Perú -garantizados por el gobierno peruano⁽⁶⁾- derivados de préstamos comerciales bancarios suscritos en 1983. Así, entre enero y marzo de 1996, Elliott adquirió US\$20.7 millones (valor nominal) en deuda peruana, a un precio deprimido que no superó los US\$11.4 millones⁽⁷⁾. Casi inmediatamente después de completada su adquisición y mientras el Perú se encontraba aún negociando los términos básicos del acuerdo Brady con el Comité Asesor de los Bancos Acreedores, Elliott comenzó a requerir el pago total de la deuda recientemente adquirida.

En octubre de ese mismo año, cuando el Perú dio las instrucciones correspondientes para la ejecución del proceso de intercambio previsto bajo el esquema del Plan Brady, Elliott rechazó participar en dicho intercambio. Tras expresar su negativa, el 8 de octubre de 1996 Elliott inició una demanda contra el Perú y solicitó judicialmente el otorgamiento *-ex parte-* de una medida cautelar de embargo. La intención de Elliott era más que evidente: tratar de embargar la garantía presentada por el Perú para el cierre de su operación de intercambio⁽⁸⁾. Afortunadamente para los intereses peruanos, la Corte denegó la solicitud de embargo presentada por Elliott, así como también otra subsecuente solicitud presentada con el objeto de someter la materia controvertida a un proceso sumario.

Con la garantía a buen recaudo en un fideicomiso constituido a favor de los tomadores de bonos Brady y, consecuentemente, protegida contra los intentos de Elliott de embargar tales

(5) MERRILL LYNCH. *Debt Restructuring: Legal Consideration. Impact of Perú's Legal Battle and Ecuador's Restructuring on Nigeria and Other Potential Burden-Sharing Cases*" (en adelante *Reporte Merrill Lynch*). 30 de Octubre de 2000. Disponible en <http://www.emta.org/keyper/linden1.pdf> (visitado el 10 de marzo de 2002).

(6) FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Departamentos de Política de Desarrollo y Legal. *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds*. p. 12. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/IPS.pdf> (visitado el 10 de marzo de 2002)

(7) KAPLAN, Philip S. *Memorandum preparado por los asesores legales internacionales del Perú, para el Ministro de Economía peruano, señor Carlos Bologna, sobre la Transacción adoptada con Elliott* (en adelante referido como el *Memorandum Kaplan*). p. 1. Disponible en http://www.mef.gob.pe/Caso_E/frame_pdf.htm (visitada el 13 de marzo de 2002). Ver también MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS DEL PERÚ. *Reporte Final sobre el caso Elliott Associates* (en adelante referido como el *Reporte Final MEF*). p. 1. Disponible en http://www.mef.gob.pe/Caso_E/frame_pdf.htm3 (visitada el 13 de marzo de 2002)

(8) El programa Brady de reestructuración de deuda peruana fue llevado a cabo en el contexto de un programa apoyado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), por el cual los fondos proporcionados por el FMI fueron usados para ayudar a financiar la adquisición de colateral para los nuevos instrumentos. Para mayor información, revisar FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Op. cit.

activos, el acuerdo de intercambio fue satisfactoriamente cerrado el 7 de marzo de 1997. La conclusión de este acuerdo fue alcanzada bajo la promesa verbal del Perú de no entregar ningún tipo de beneficios adicionales a aquellos acreedores no alineados, vale decir, a los que decidieron no participar del intercambio. El Perú mantuvo la palabra empeñada y rechazó los continuos requerimientos de pago efectuados por Elliott. Consecuentemente, ambas partes se vieron involucradas en una larga etapa judicial preparatoria y de actuación de pruebas, para finalmente dar inicio al proceso judicial correspondiente en marzo de 1998, es decir, un año después del cierre de la operación de intercambio de los bonos Brady.

En agosto de 1998, la Corte del Distrito Sur de Nueva York falló a favor de la parte peruana, luego de concluir que “Elliott compró la deuda peruana con la intención y propósito de demandar” y, asimismo, “no consideró seriamente otras alternativas distintas a la de iniciar un proceso judicial”⁽⁹⁾. Como resultado, la Corte Distrital sostuvo que los contratos de cesión por los que Elliott había adquirido la deuda peruana violaban la sección §489 de la Judiciary Law de Nueva York, la cual declara ilegal la adquisición de deuda “con la intención y propósito de iniciar una acción legal”. Esta decisión judicial representó la primera vez que un deudor había obtenido un resultado favorable con la utilización de este argumento de defensa, conocido técnicamente como *champerty*⁽¹⁰⁾.

Sin embargo, en septiembre de 1998, Elliott apeló el fallo argumentando que la doctrina del *champerty* no resultaba de aplicación al caso concreto⁽¹¹⁾. La Corte de Apelaciones para el Segundo Circuito concordó con tal argumento y, consecuentemente, revocó la decisión de la Corte

Distrital. Al sustentar su fallo, la Corte de Apelaciones sostuvo que la referida sección §489 no resulta transgredida cuando se determina que “el objetivo primario de la parte acusada es obtener el pago de una deuda válida y su intención es sólo la de demandar en caso de incumplimiento”⁽¹²⁾. En su aplicación al presente caso, la Corte determinó que el objetivo primario de Elliott era, efectivamente, obtener el pago de un crédito válido, y no necesariamente el litigar con tal objeto⁽¹³⁾.

Dada la decisión favorable obtenida por Elliott, con fecha 2 de noviembre de 1999 la Corte Distrital accedió a la petición de Elliott y otorgó a éste una medida cautelar de embargo sobre toda propiedad comercial del Perú. En la práctica, sin embargo, la victoria de Elliott constituyó una victoria pírrica por cuanto no existía virtualmente ningún bien embargable de propiedad del Perú en Nueva York⁽¹⁴⁾.

Finalmente, el 22 de junio de 2000, la Corte del Segundo Distrito de Nueva York resolvió el asunto de fondo rechazando la defensa peruana y expidió sentencia a favor de Elliott. En su decisión, la Corte autorizó a Elliott a recobrar una suma de US\$55'660,831.56 -por el capital adeudado más los intereses devengados- y, asimismo, también lo autorizó a hacerse cobro de los intereses que se devenguen hasta la fecha efectiva de pago, más los costos y costas en que se haya incurrido. La Corte autorizó la ejecución del fallo contra cualquier propiedad del demandado que sea utilizada para actividad comercial dentro de los Estados Unidos⁽¹⁵⁾.

Bajo tales circunstancias, el Perú enfrentaba una muy difícil situación. Dadas las serias dificultades operacionales originadas por la orden de embargo vigente dentro de territorio estadounidense, el Perú se vio forzado a diseñar una nueva estrategia y procedimiento para canalizar

(9) *Elliott Assocs., L.P. v. Banco de la Nación*, 194 F.3d 363, 366 (2d.Cir. 1999)

CYMROT, Mark A. *Memorandum preparado en su condición de asesor legal externo del Perú, dirigido al Ministro de Economía, señor Carlos Bologna, sobre litigios relativos a deuda externa* (en adelante referido como el *Memorandum Cymrot*, p. 4. Disponible en http://www.mef.gob.pe/Caso_E/frame_pdf.htm (visitada el 10 de marzo de 2002)

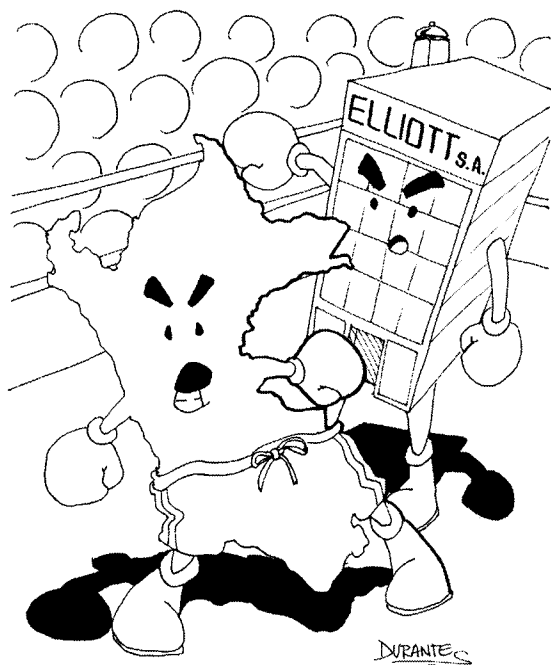
(11) *Reporte Merrill Lynch*, p. 2.

(12) *Elliott Assocs. v. Banco de la Nación*, 194 F.3d 363 (2d Cir. 1999). Disponible en www.tourolaw.edu/2ndCircuit/October99/98-9268.html (visitada el 12 de diciembre de 2001). Ver también GOLDMAN, Samuel. *Mavericks in the Market: The Emerging Problem of Hold-Outs in Sovereign Debt Restructuring*, 5 UCLA J. Int'l L. & Foreign Aff. 159, p. 15 (donde se indica expresamente que “la Corte encontró que la decisión de iniciar un proceso judicial fue incidental y contingente a la decisión de adquirir la deuda. Fue incidental dado que el principal propósito fue el de obtener el pago, y fue, a su vez, contingente, dado que la decisión de litigar vino sólo después de la decisión del deudor de no pagar”).

(13) *Reporte Merrill Lynch*, p. 2. Ver también HOFFMAN, Melissa I. *Second Circuit Clarifies New York Law Enforcement of Debt Instruments*. En: *Bankruptcy Bulletin*. Febrero de 2000. Disponible en http://www.weil.com/weil/sitesearch_frames.html (visitada el 16 de marzo de 2002).

(14) *Memorandum Cymrot*, p. 5.

(15) *Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación*, 2000 WL 1449862 S.D.N.Y. 29 de septiembre de 2000.



y recibir fondos derivados de contratos de préstamo internacionales y otras transacciones comerciales, así como para cumplir con el pago de las diversas obligaciones financieras internacionales que tenía pendientes. De esta forma, todas las transferencias recibidas del exterior y los fondos remitidos al exterior se realizaron a través de centros financieros distintos a Nueva York⁽¹⁶⁾. El escenario se agravó cuando Elliott renovó esfuerzos para afectar cualquier propiedad peruana ubicada en el extranjero, especialmente en Alemania, Holanda, Bélgica, Inglaterra, Luxemburgo y Canadá. Afortunadamente para los intereses peruanos, esta estrategia no rindió frutos pues aparentemente Elliott no pudo encontrar ninguna propiedad susceptible de ser embargada.

Habiendo tomado conocimiento de que el primer cupón de intereses de los Bonos Brady posterior a la decisión del 22 de junio debía ser pagado el 7 de septiembre de 2000, Elliott buscó la forma de embargar los fondos que serían destinados por el Perú para el pago del indicado cupón⁽¹⁷⁾. De acuerdo a los términos del plan Brady, el Perú estaba obligado a transferir US\$80 millones al Chase Manhattan

Bank (en adelante simplemente “Chase”) el 6 de septiembre de 2000. Una vez recibidos tales fondos, el Chase efectuaría el pago de los intereses correspondientes a través de, básicamente, tres instituciones de compensación y liquidación: el Depository Trust Company (DTC) de Nueva York, Euroclear de Bélgica y Clearstream de Luxemburgo.

Como parte de la estrategia de Elliott para interceptar tales fondos, éste obtuvo medidas cautelares contra el Chase, DTC, Morgan Guaranty Trust Company (en su condición de agente de custodia de Euroclear) y el Banco de Nueva York (en su condición de operador de Euroclear). Simultáneamente, Elliott inició otros procesos judiciales en Inglaterra, Bélgica y Luxemburgo, con el objeto de asegurar el bloqueo del pago de intereses a través de las antes indicadas instituciones de compensación y liquidación⁽¹⁸⁾. Puede verse, entonces, que la estrategia usada por Elliott tenía dos instancias claramente definida: en primer lugar, tratar de interceptar los fondos al nivel del Chase y, alternativamente, en segundo lugar, bloquear los fondos al nivel de las instituciones de compensación y liquidación.

Llegado el momento, la primera instancia del plan diseñado se vio frustrada cuando el Perú -presumiblemente informado de que una medida cautelar afectaba al Chase⁽¹⁹⁾- no transfirió los fondos a dicha entidad como había sido originalmente acordado en el plan Brady. No obstante haber burlado esta primera parte de la estratagema legal montada por Elliott, el Perú se vio forzado a incumplir con el pago de los intereses de los bonos Brady en la fecha acordada, vale decir, el 7 de septiembre de 2000. Como consecuencia de ello, en estricta aplicación de lo acordado en el contrato de emisión de tales valores, el Perú recibió un período de gracia de 30 días. En tal sentido, si el pago de los referidos intereses no se efectuaba antes del vencimiento de dicho plazo, el Perú incurriría en un incumplimiento formal que, automáticamente, desencadenaría una aceleración en el vencimiento de todos los bonos Brady. Para darnos una idea más exacta de la situación, basta mencionar que la potencial contingencia alcanzaba la suma total de US\$3,837 millones⁽²⁰⁾.

(16) *Reporte Final MEF*. p. 1.

(17) Ver *Memorándum Cymrot*. p. 5. Ver también *Reporte Merrill Lynch*. p. 2.

(18) *Reporte Final MEF*. p. 3. Ver también *Memorándum Cymrot*. p. 5.

(19) Ver *Reporte Merrill Lynch*. p. 2.

(20) Ver *Reporte Final MEF*. p. 6.

En una carrera contra el tiempo, el equipo de asesores legales⁽²¹⁾ del Perú diseñó una estrategia a varios niveles⁽²²⁾ con el objeto de lograr el pago de los intereses antes del 7 de octubre del 2000. Inicialmente se trató de encontrar una vía alternativa para realizar el pago fuera de la ruta del Chase. Sin embargo esta alternativa no fue exitosa. Así, con el DTC bloqueado por la medida cautelar de Elliott y la mayoría de bancos e instituciones de compensación y liquidación negándose a colaborar por temor a eventuales acciones legales⁽²³⁾, la posibilidad de encontrar una ruta alternativa para el pago resultaba bastante remota.

Elliott se mantuvo bastante activo en su búsqueda de mantener bloqueada la ruta a través de Euroclear. La otra ruta alternativa natural - Clearstream- aceptó participar pero sólo si le era otorgada una garantía, lo cual resultaba inviable en ese momento por resultar un riesgo para los intereses peruanos⁽²⁴⁾. A pesar de tales dificultades, se rumoreó respecto a un posible arreglo alcanzado con el Bank of International Settlements para canalizar el pago de los intereses en cuestión. Esta institución financiera con sede en Suiza, al igual que la mayoría de organizaciones internacionales, goza de inmunidad frente a acciones judiciales y medidas cautelares⁽²⁵⁾. Sin embargo, debido a razones que no han sido reveladas públicamente, esta ruta alternativa nunca fue habilitada.

Adicionalmente, se consideró la posibilidad de iniciar acciones legales a fin de contrarrestar las medidas cautelares obtenidas por Elliott. Específicamente, se analizó la posibilidad de efectuar un depósito judicial en garantía por la suma que se había ordenado pagar a favor de Elliott y obtener con ello el levantamiento de las medidas cautelares en cuestión⁽²⁶⁾. Sin embargo, esta opción fue finalmente desechada por considerarse que el otorgar una garantía a Elliott restaba fuerza a la posición peruana en la mesa de negociación⁽²⁷⁾.

El 22 de septiembre de 2000, Elliott presentó una solicitud de medida cautelar anticipada ante la Corte Comercial de Bruselas, Bélgica, con el objeto de obtener una orden judicial que prohiba a Euroclear el recibir o pagar fondos provenientes del Perú destinados a pagar los intereses de los bonos Brady⁽²⁸⁾. La solicitud de Elliott, fundada en razones de “absoluta necesidad”, estaba específicamente destinada a obtener que Morgan instruya a sus agentes (*cash correspondents*) para que éstos “no reciban en sus cuentas suma alguna que se origine del Perú o del Banco de la Nación, incluidas especialmente sumas dirigidas al pago de intereses de bonos Brady” y, en caso tales agentes ya hubieren recibido dichos fondos, para que éstos “bloqueen tales fondos y no efectúen ninguna operación que implique la distribución de los mismos a través del sistema Euroclear”⁽²⁹⁾. La Corte denegó la solicitud de Elliott porque consideró que los parámetros de “absoluta necesidad” y “urgencia extrema” no habían sido plenamente acreditados. Disconforme con tal decisión, Elliott apeló la misma el 25 de septiembre.

Al día siguiente de presentada la apelación de Elliott, esto es, el 26 de septiembre de 2000, la Octava Sala de la Corte de Apelación de Bruselas revocó la resolución de la Corte Comercial y, reformándola, otorgó la medida cautelar en los términos requeridos por Elliott. Tal como indicamos anteriormente, el argumento clave presentado por Elliott fue que el Perú estaba tratando de utilizar Euroclear para violar el principio de igualdad de trato a los acreedores, supuestamente derivado de la cláusula *pari passu* incorporada en el título de crédito de propiedad de Elliott⁽³⁰⁾.

El 29 de septiembre de 2000, bajo la presión de haber sido puesto en una posición en la cual corría el riesgo de incumplir con el pago de los mencionados intereses, el Perú decidió transar la

(21) El equipo de asesores legales del Perú en este particular tema estuvo liderado por el señor Mark A. Cymrot, de la firma Baker & Hostetler LLP y por el señor Roger Thomas, de la firma Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton.

(22) Ver *Memorandum Cymrot*. p. 7.

(23) *Ibid.*

(24) *Ibid.*

(25) Ver REMOND, Carol S. *Perú Settles Creditor Dispute with Elliott for US\$58M*. Dow Jones Newswires. Disponible en <http://www.emta.org/ndevelop/djnews.html> (visitado el 21 de marzo de 2002).

(26) Esta fue la misma estrategia seguida anteriormente por el Perú en el caso *Pravin Banker*.

(27) Ver *Memorandum Cymrot*. p. 7. Ver también *Memorandum Kaplan*. p. 1.

(28) Ver *Elliott Assocs. L.P., General Docket No. 2000/QR/92* (Corte de Apelación de Bruselas. Octava sala, 26 de septiembre de 2000). Traducción libre. p. 1.

(29) *Ibid.*; p. 2.

(30) FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises...*; p. 12.

controversia con Elliott. Los efectos prácticos del Fallo de Bruselas habían sido determinantes para el desenlace final de la confrontación legal. Pese a que el indicado fallo podría haber sido atacado desde el punto de vista legal, el incumplimiento del Perú en el pago de los intereses correspondientes a sus bonos Brady era inminente. Ante tal escenario, el Perú no tuvo otra alternativa que llegar a una transacción con Elliott, en virtud de la cual pagó US\$58.45 millones a este último y obtuvo a cambio el levantamiento de todas las medidas cautelares que pesaban en su contra⁽³¹⁾. Sólo así el Perú pudo finalmente cumplir con el pago de los intereses adeudados a los bonistas Brady antes del vencimiento del plazo de gracia, el 5 de octubre de 2000.

2.2. El fallo de la Corte de Apelación de Bruselas.

Tal como se indica en el fallo de la Corte de Apelación de Bruselas, Elliott apeló la resolución de la Corte Comercial de primera instancia invocando los siguientes argumentos: (i) que tenía una reclamación válida contra el Perú por más de US\$55 millones y que había obtenido fallos favorables de cortes neoyorquinas; (ii) que el Perú trataba de hacer pagos en violación del principio de igualdad de trato entre acreedores (cláusula *pari passu*), excluyendo a Elliott de tales pagos, y pretendía usar el sistema Euroclear con tal propósito; y, (iii) que las medidas solicitadas resultaban necesarias para evitar el accionar peruano⁽³²⁾.

La Corte de Apelaciones interpretó el pedido de Elliott como uno tendiente a evitar que el Perú explotara el servicio ofrecido por el sistema Euroclear con el objeto de efectuar pagos discriminatorios entre sus acreedores, bajo un ordenamiento legal impermeable a los efectos de las sentencias neoyorquinas⁽³³⁾. Sobre esa base, dicha Corte determinó que Elliott tenía un caso justiciable contra el Perú, dado que este último estaba tratando de escapar de la ejecución de las sentencias en su contra mediante el uso del sistema Euroclear

para completar el pago de sus bonos Brady. El razonamiento seguido por la Corte estaba evidentemente basado en la premisa de que el Perú se encontraba contractualmente impedido de pagar a un grupo de acreedores antes que a Elliott⁽³⁴⁾.

Para llegar a tal conclusión, la Corte de Apelación tuvo que analizar e interpretar cual era el real contenido y significado de la sección 11 (c) -la cláusula *pari passu*- del contrato de garantía de fecha 31 de mayo de 1983, por la cual el Perú garantizó el pago de las obligaciones asumidas por el Banco de la Nación y el Banco Popular del Perú. La cláusula bajo escrutinio estableció literalmente lo siguiente:

“Declaraciones y Garantías. El garante [Perú] declara y garantiza lo siguiente: (...)

(b) Esta garantía representa una obligación legal, válida y vinculante del garante, ejecutable contra este último de acuerdo a sus términos.

(c) Las obligaciones del garante aquí establecidas se ubican y se ubicarán al menos en una posición *pari passu* en prioridad de pago junto a toda otra deuda externa del garante⁽³⁵⁾.

La interpretación dada por la Corte de Apelación a la cláusula en cuestión concuerda en todos sus extremos con el argumento planteado por Elliott. Dicha Corte sostuvo que el acuerdo que gobierna el repago de la deuda externa peruana estableció una cláusula *pari passu* que, en efecto, significaba que la deuda debía ser repagada a prorrata entre todos los acreedores. En consecuencia -según el razonamiento de la Corte- en caso de efectuarse el pago de intereses, ningún acreedor podía ser privado de su parte proporcional⁽³⁶⁾. Vemos entonces que la indicada Corte asumió que la cláusula *pari passu* representa lo mismo que la regla de pago a prorrata y que, por lo tanto, Elliott tenía el derecho de ser protegido contra una seria y real amenaza, cual es el pago de intereses a otros acreedores.

2.3. La opinión del profesor Andreas F. Lowenfeld.

Para reforzar su posición, Elliott presentó ante la Corte de Apelación el informe legal preparado por

(31) Ver *Reporte Merrill Lynch*, p. 6.

(32) Ver *Elliott Assocs. L.P., General Docket No. 2000/QR/92* (Corte de Apelación de Bruselas. Octava sala. 26 de septiembre de 2000). Traducción libre. p. 1.

(33) *Ibid.*

(34) Ver GULATI y KLEE. *Op. cit.*; p. 636.

(35) El texto original del literal (c) citado establecía lo siguiente: “(t)he obligations of the guarantor hereunder do rank and Hill rank at least *pari passu* in priority of payment with all other External Indebtedness of the Guarantor, and interest thereon”

(36) Ver *Declaración del Profesor Andreas F. Lowenfeld ante la Corte del Distrito Sur de la ciudad de Nueva York* (en adelante la *Declaración Lowenfeld*). p. 8.

el profesor Andreas F. Lowenfeld, un reconocido especialista en temas de finanzas, docente de la prestigiosa New York University. En su declaración, Lowenfeld explicó que la pretensión principal de Elliott era que se reconociera su derecho, bajo el acápite 11(c) del Contrato de Garantía firmado por el Perú en 1983, a ser tratado en los mismos términos ofrecidos a cualquier otro acreedor extranjero, en lo que a pago de capital e intereses se refiere⁽³⁷⁾. Como consecuencia de ello, indicó que Elliott pretendía que cualquier pago efectuado a los titulares de bonos Brady con exclusión de Elliott fuera considerado como un tratamiento preferencial contrario a los términos del referido acápite 11(c). Tras analizar el planteamiento de Elliott, el informe de Lowenfeld concluye lo siguiente:

“(...) mi conclusión es que la cláusula *pari passu* en el contrato de garantía faculta a cada acreedor a concurrir en forma igualitaria y proporcional con cualquier otro titular de Deuda Externa. No cabe duda de que los bonos Brady definidos precedentemente constituyen Deuda Externa de la República del Perú. En tal sentido, si la república paga principal o intereses a todos o algunos de los titulares de bonos Brady, ésta se encontrará obligada a efectuar el pago de una suma proporcional a todos los titulares de obligaciones de 1983, incluyendo al demandante Elliott Associates, L.P., y tal obligación es susceptible de ser ejecutada en esta Corte, de ser necesario en la forma de una medida cautelar⁽³⁸⁾.

Lowenfeld mencionó que no existe ningún tipo de dificultad para entender el significado literal del término *pari passu*, el cual proviene etimológicamente del sustantivo latino *passus*, que significa “paso, marcha, tranco”, y del adjetivo latino *par*, que significa “igual o parecido”. Esta conclusión se encuentra también basada en la definición del *Webster's New Internacional Dictionary*⁽³⁹⁾, que define el término bajo comentario como “en igual paso; en igual proporción, grado, lugar, posición o título”, así como también en la contenida en el *Black's Law Dictionary*⁽⁴⁰⁾, que define el término como “en igual progreso; igualmente,

proporcionalmente; sin preferencia. Usado especialmente en el caso de acreedores que se encuentran facultados para recibir pagos del mismo fondo sin preferencia de uno sobre otro”. Conforme a las definiciones literales antes citadas, Lowenfeld concluye que cualquier deuda derivada de las obligaciones de 1983 deberá tener por lo menos “igual prelación” que cualquier otra deuda externa peruana.

Continuando con su explicación, Lowenfeld sostuvo que el hecho de que los países soberanos no pudieran declararse en quiebra ni pudieran ser liquidados, no significa que la cláusula *pari passu* pierda sentido o efectividad cuando se pretende su aplicación sobre este tipo de deudores. Basándose en la opinión del jurista inglés William Tudor John, Lowenfeld llega a la conclusión de que la cláusula *pari passu* es de la mayor importancia para los casos de deuda soberana, dado que “se encuentra básicamente enfocada a evitar el desvío de fondos de un gobierno hacia un único acreedor, la asignación de reservas internacionales y, generalmente, toda medida legal que tenga por objeto el preferir un grupo de acreedores sobre otros o discriminar entre acreedores”⁽⁴¹⁾.

Adicionalmente, Lowenfeld manifiesta abiertamente su desacuerdo con todas aquellas publicaciones académicas que, en el contexto de deuda soberana, sostienen que la cláusula *pari passu* no significa exactamente lo que su interpretación literal podría sugerir. La opinión de Lowenfeld es tajante en el sentido de que la indicada cláusula no significa ni más ni menos de lo que ella textualmente indica: cualquier acreedor beneficiado con la cláusula tendrá la misma prelación que cualquier otra obligación del deudor, sin importar que este último sea un individuo, una compañía o un gobierno soberano⁽⁴²⁾. La base lógica y legal de esta conclusión es gráficamente explicada por Lowenfeld de la siguiente forma:

“Un deudor de Tom, Dick y Harry no puede decir: ‘yo pagaré a Tom y Dick en forma total y, si queda algún activo remanente, le pagaré a Harry’. Si no existen suficientes fondos para pagar a todos,

(37) Ibid.; p. 6.

(38) Ibid.; p. 7.

(39) Ver *Webster's New Internacional Dictionary*. Segunda edición. 1951.

(40) Ver *Black's Law Dictionary*. Sexta edición. 1990.

(41) TUDOR, William J. *Sovereign Risk and Immunity under English Law and Practice*. Publicado por RENDELL, Robert S. (editor). *International Financial Law*. Segunda edición. Volumen 1. 1983. p. 71. Ver también *Declaración Lowenfeld*. p. 10.

(42) Ver *Declaración Lowenfeld*. p. 11.

un deudor sujeto a una cláusula *pari passu* debe pagar a los tres acreedores bajo las mismas condiciones:

Supongamos, a modo de ejemplo, que la deuda total es de \$50,000 y que el deudor posee sólo \$30,000. Tom prestó \$20,000; Dick y Harry prestaron \$15,000 cada uno. El deudor debe pagar tres quintos de la suma adeudada a cada uno -así, \$12,000 a Tom, y \$9,000 a Dick y Harry. Obviamente, las sumas remanentes permanecerán como obligaciones del deudor. Pero si el deudor propusiera pagar \$20,000 a Tom, \$10,000 a Dick y nada a Harry, cualquier Corte podría (y debería) ordenar una medida cautelar a favor de Harry. Esta medida cautelar sería aplicable, en primer lugar, contra el deudor, aunque yo creería (dejando de lado consideraciones jurisdiccionales) que contra Tom y Dick también⁽⁴³⁾.

Apoyándose en los argumentos antes expuestos, Lowenfeld llega a la conclusión de que el acápite 11(c) del contrato de garantía de 1983 crea la obligación continua y vinculante de tratar a todos los acreedores de forma igualitaria y sin discriminación de ningún tipo, incluso a aquellos con el perfil de Elliott.

3. Interpretando la cláusula *pari passu*.

3.1. ¿Una interpretación alternativa?

Bajo la premisa del significado literal histórico del término bajo análisis, diversos académicos han sostenido que “la esencia de la cláusula *pari passu* es que la misma importa la obligación del deudor de mantener la paridad entre sus acreedores⁽⁴⁴⁾. En la misma línea de pensamiento, se ha argumentado que “el propósito de la indicada cláusula es el asegurar un igual trato para todos los acreedores no garantizados⁽⁴⁵⁾. En otros términos, “el objetivo primario de esta cláusula es asegurar que el deudor no confiera prioridad a ninguno de sus acreedores no garantizados⁽⁴⁶⁾. Se colige claramente que

“paridad” o “igual trato” es el principio básico sobre el cual se estructura el significado legal de la cláusula *pari passu*. Sin embargo, “igualdad” resulta ser un concepto amplio y abstracto que ha sido entendido e interpretado de diversas formas, tanto por abogados en ejercicio como por académicos, al pretender elaborar una definición precisa de la cláusula bajo comentario.

Como resultado de ello, no existe un consenso general respecto a la definición exacta de la cláusula *pari passu*. Por un lado, se ha argumentado que dicha cláusula en un contrato de préstamo importa una declaración de cobertura (*covenant*) por la cual el deudor acuerda que todas sus obligaciones de pago actuales y futuras que deriven del contrato, tendrán un orden de prelación por lo menos igual al de todas sus otras obligaciones no garantizadas, sean existentes o futuras⁽⁴⁷⁾. Bajo esta definición, el principal foco de atención radica en determinar que significa exactamente la frase “orden de prelación por lo menos igual⁽⁴⁸⁾”.

En lo que puede considerarse una definición más completa, se sostiene que dicha cláusula constituye una declaración de cobertura por la cual “las obligaciones de pago del deudor en el contrato constituyen obligaciones incondicionales del deudor y se ubicarán por lo menos *pari passu* en prioridad de pago con todas las demás obligaciones externas del deudor⁽⁴⁹⁾. Esta definición es clara al puntualizar que el orden de prelación igualitario entre los distintos acreedores está exclusivamente relacionado a la “prioridad en el pago”. Sin embargo, el término en referencia resulta aún bastante confuso, dadas las variadas y distintas interpretaciones que pueden existir en relación a la frase “se ubicarán por lo menos *pari passu* en prioridad de pago”.

Resulta evidente que la frase “igualdad en prioridad de pago” resulta ser la clave para entender la aplicación práctica y efectos de la cláusula *pari passu*. Empero, siendo más acuciosos aún, cabe preguntarse que es lo que el término “prioridad de

(43) Ibid.; p. 12.

(44) SHIHATA, Ibrahim F.I. *The World Bank Legal Papers*. Capítulo 12. 2000. p. 303.

(45) TABOGLU, Esin. *The International Debt Problem: Legal Problems of Restructuring Sovereign Private Debt*. Monografía presentada al profesor Phillip Wellons en cumplimiento del trabajo escrito requerido por el programa de maestría en derecho del Harvard Law School. 1990. p. 42.

(46) TENNEKOON, Ravi C. *The Law & Regulation of International Finance*. Butterworth. 1991. p. 89.

(47) Ver UNITAR ONLINE RESOURCE CENTER. *Training and Capacity Building Programmes in the Legal Aspects of Debts, Financial Management and Negotiation. Glossaries*. Este documento se encuentra disponible en http://www.unitar.org/dfm/Resource_Center/TrainingPackage/TP10/GlossaryP.htm (visitado el 17 de marzo de 2002).

(48) Ésta es una traducción libre de la frase *will rank at least equally*.

(49) SHIHATA, Ibrahim F. I. Op. cit.; p. 303.

pago” significa efectivamente. Y es precisamente al resolver esta interrogante donde surgió la mayor divergencia en el caso Elliott: ¿se encontraba este término relacionado a lo que es el pago a prorrata?

Como apreciamos precedentemente, la interpretación sugerida por Lowenfeld es bastante simple y atractiva: *pari passu* significa que todos los pagos deben ser hechos a prorrata, esto es, que tal cláusula faculta a su beneficiario a participar “en forma igual y proporcional”⁽⁵⁰⁾ con cualquier otra deuda externa. Y al hacer referencia al beneficiario, Lowenfeld no hace mayor distinción en caso se trate de individuos, personas jurídicas o estados soberanos. En consecuencia, si el deudor realiza pagos sólo a uno de sus acreedores, los acreedores beneficiarios de la referida cláusula tendrán el derecho a ser pagados en una “suma proporcional”⁽⁵¹⁾, vale decir, a prorrata.

Siguiendo la línea de Tudor John en lo que a créditos soberanos se refiere, Vinok K. Agarwal parecería concordar con la interpretación antes mencionada. Tras señalar que la cláusula *pari passu* requiere que el deudor trate por igual a todos sus acreedores no garantizados, dicho autor sostiene que el deudor “no dará preferencia a ningún acreedor en lo que al repago de la suma adeudada se refiere”⁽⁵²⁾. Argumenta, además, que como efecto directo de la estipulación *pari passu* y sólo en el contexto de deuda soberana externa, “el acreedor no deberá ser discriminado en lo que se refiere a la disponibilidad de activos”⁽⁵³⁾.

En esta misma corriente de pensamiento, Brian Semkow sostiene que, en el contexto de deuda soberana externa, la cláusula *pari passu* “impide a deudores soberanos el discriminar a los bancos acreedores en el pago de créditos con fondos provenientes de ingresos ordinarios o reservas

internacionales”⁽⁵⁴⁾. Philip Wood también concuerda con este planteamiento, aunque únicamente cuando se enmarca dentro del contexto de deuda soberana. Este autor argumenta que la indicada cláusula merece una interpretación distinta cuando nos encontramos frente a un deudor soberano. Dado que éste no puede ser declarado en bancarrota ni ser liquidado, la jerarquía de fuerzas en caso de disolución no es el punto a tomar en cuenta⁽⁵⁵⁾. Así, el indicado autor concluye lo siguiente:

“La cláusula básicamente pretende evitar la asignación de ingresos del gobierno o la asignación de sus reservas internacionales a un solo acreedor y, generalmente, se encuentra dirigida a contrarrestar medidas legales que puedan tener el efecto de preferir un grupo de acreedores sobre otros o de discriminar entre acreedores”⁽⁵⁶⁾

Lo mismo parece sugerir Derek Asiedu-Akrofi, quien analiza los efectos de operaciones de recompra de deuda soberana a la luz de la cláusula *pari passu* y concluye de la siguiente manera:

“La venta de deuda a un precio menor que el de su valor de mercado no confiere ningún beneficio especial a los bancos acreedores, dado que la venta al descuento importa asumir pérdidas sustanciales. No obstante, existen dudas respecto a la solidez de este argumento. Una vez que un acreedor acuerda aceptar una suma menor en sustitución del valor total de la deuda original, resulta improbable que éste pueda argumentar exitosamente que no ha recibido un pago desproporcionado, toda vez que los demás acreedores no han sido pagados a pro rata. Tal pago inevitablemente importa un trato preferente a aquellos acreedores participantes de la transacción, infringiéndose de esta forma la cláusula de pre-pago obligatorio y la cláusula *pari passu*”⁽⁵⁷⁾

(50) Declaración Lowenfeld. p. 7.

(51) Ibid.

(52) AGARWAL, Vinod K. *Negotiation of Specific Clauses of Loan Agreements*; disponible en [http://www.unitar.org/dfm/Resource Center/Document Series/Document10/15Covenants.htm](http://www.unitar.org/dfm/Resource%20Center/Document%20Series/Document10/15Covenants.htm) (visitada el 9 de marzo de 2002).

(53) Ibid.

(54) SEMKOW, Brian W. *Syndicating and Rescheduling International Financial Transactions: A Survey of the Legal Issues Encountered by Commercial Banks*. En: *Int'l Law*. Número 18. 1984. pp. 869-899.

(55) Ver WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. Volumen 2. International Business & Law Series, 1984. pp. 6-23.

(56) Ibid. Pero ver WOOD, Philip. *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*. Londres: Sweet & Maxwell, 1995. p. 165 (donde el mismo autor menciona expresamente que “en el contexto soberano, el significado de la cláusula es incierto por cuanto no existe jerarquía de pago, la cual es legalmente ejecutada bajo un régimen de quiebra. Probablemente la cláusula signifique que, en el caso de incapacidad “de facto” para el pago de la deuda externa, un acreedor no será beneficiado preferentemente mediante una asignación de activos monetarios internacionales obtenida vía métodos extra contractuales”).

(57) ASIEDU-AKROFI, Derek. *Sustaining Lender Commitment to Sovereign Debtors*. En: *Columbia Journal of Transnational Law*. 1992. El autor refiere que “a efectos de asegurar que tales incumplimientos no ocurran, es necesario que el país deudor

A pesar de la natural atracción que pudiera aparentemente tener la interpretación defendida por Lowenfeld, existen un buen número de reconocidos académicos que consideran que el verdadero significado de la indicada cláusula -en el contexto de deuda soberana- esta lejos de ser evidente. Asimismo, varias organizaciones internacionales han hecho público su escepticismo en relación a la legalidad del argumento presentado por Elliott. Así, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional ha opinado que “la base legal sobre la cual Elliott cimentó su estrategia procesal -particularmente su confianza en la cláusula *pari passu*- resulta de alguna manera controversial”⁽⁵⁸⁾.

Más aún, se ha llegado incluso a sostener que, verdaderamente, la interpretación propuesta por Lowenfeld “es precisamente lo que la cláusula no significa”⁽⁵⁹⁾. Según sostienen Gulati & Klee, el principal objetivo de la cláusula *pari passu* es “asegurar que el deudor no tenga y que no pueda crear subsecuentemente una clase de acreedores cuyas acreencias vayan a tener prelación sobre los créditos de los actuales acreedores”⁽⁶⁰⁾. Los indicados autores explican que el significado de dicha cláusula en el contexto de deuda corporativa es que “ningún acreedor gozará de prioridad en la distribución de los activos remanentes en caso de liquidación del deudor”⁽⁶¹⁾.

El argumento antes indicado -sobre la interpretación de la referida cláusula en el ámbito corporativo- encuentra soporte en la opinión de Wood. Este autor menciona expresamente que “dicha cláusula debe ser interpretada como una obligación o garantía de que, en caso de liquidación o distribución forzada de activos por insolvencia, los acreedores no garantizados estarán facultados a

ser pagados a prorrata y, asimismo, en caso de acuerdos de reprogramación de pagos, los acreedores no serán discriminados”⁽⁶²⁾. Lee C. Buchheit también concuerda con esta posición y explica que el interés de los prestamistas en incluir una cláusula *pari passu* en sus contratos radica en que, ante un evento de quiebra o distribución forzada de los activos del deudor, “los prestamistas no desean ser sorprendidos por la aparición de otros acreedores titulares de créditos con una prelación superior a las suyas”⁽⁶³⁾.

Esta interpretación restrictiva de la cláusula bajo análisis no deja ningún espacio para la aplicación de la teoría de Lowenfeld dentro del ámbito corporativo. Es claro que los deudores corporativos sujetos a una cláusula *pari passu* se encuentran en total libertad para negociar y pagar sus deudas de la forma que ellos consideren más conveniente a sus intereses. Esta conclusión es dejada bien en claro por Wood, quien refiere expresamente que “la cláusula *pari passu* no tiene nada que ver con el momento de pago de los deudores no garantizados, dado que ello depende simplemente de los vencimientos acordados contractualmente. La cláusula *pari passu* no es quebrada sin es que un acreedor es pagado antes que otro”⁽⁶⁴⁾. Asimismo, Buchheit es incluso más enfático al explicar su posición:

“Un prestamista que permanece impago al momento en que otros acreedores se encuentran al día en sus créditos podría articular su disconformidad en términos de libertad, igualdad o fraternidad, pero de ninguna forma debería invocar su cláusula *pari passu* como la base legal de su desilusión. Está cláusula garantiza al acreedor que su crédito no se encontrará subordinado a las reclamaciones de otros acreedores en caso de

que efectúa la recompra permita la participación en la transacción a todos los acreedores. El gobierno deudor debería también buscar obtener su liberación de las cláusulas de prepago obligatorio, *pari passu* y repartición, existentes en contratos de préstamo. De esta forma, aquellos bancos que rehusan participar en la transacción pueden ser prohibidos de efectuar reclamaciones por los fondos entregados a aquellos bancos participantes en la operación de recompra de deuda”.

(58) Ver FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Op. cit.; p. 12. Ver también KRUEGER, Anne. *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*; disponible en <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm> (visitada el 9 de marzo del 2002). Se menciona expresamente que “no es claro si la estrategia utilizada por Elliott sobreviviría un escrutinio legal en casos futuros”.

(59) GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 639.

(60) Ibid.

(61) Ibid.

(62) Ver WOOD. *Law and Practice...*; pp. 6-23.

(63) BUCHHEIT, Lee C. *The Pari Passu Clause Sub Specie Aeternitatis*. En: *10 International Financial Law Review*. Número 12. Diciembre 1991. p. 11.

(64) Ver WOOD. *Law and Practice...*; pp. 6-23. Ver también supra nota 55. p. 165 (“dicha cláusula no significa que una deuda no pueda ser pagada antes que otra en el tiempo”).

quiebra del deudor, pero no fuerza al deudor solvente a pagar a todos sus acreedores a pro rata”⁽⁶⁵⁾.

La idea de que la cláusula *pari passu* resulta efectiva únicamente en casos de distribución de los activos del deudor por insolvencia o quiebra (en el contexto corporativo) también ha recibido respaldo de Joseph J. Norton. Este autor sostiene que la cláusula en cuestión ha sido diseñada “para asegurar una prelación igualitaria entre acreedores no garantizados ante la insolvencia del deudor”⁽⁶⁶⁾. El autor va incluso más allá al sostener que “la cláusula *pari passu* no requiere la realización de pagos concurrentes o iguales antes del momento de la insolvencia del deudor, y tampoco restringe la obtención de prestamos garantizados ni la realización de pagos por compensación”⁽⁶⁷⁾.

La conclusión a la que arriban los mencionados autores es de gran importancia, a pesar de encontrarse enmarcada exclusivamente dentro del contexto corporativo. Contrariamente a lo que Lowenfeld manifestó en su declaración, tales autores dejan en claro que el argumento del pago a prorrata no puede ser aceptado fuera del contexto de insolvencia o quiebra. Sin embargo, este razonamiento no parecería ser tan convincente cuando es aplicado dentro del ámbito del endeudamiento soberano. Como se sabe, un país soberano no puede declararse legalmente en bancarota ni tampoco declararse insolvente⁽⁶⁸⁾. Este punto es claramente explicado por Buchheit, quien argumenta que “los países soberanos no se encuentran sujetos a los regímenes de bancarota domésticos, así como tampoco es probable que los activos de un país soberano puedan ser distribuidos entre sus acreedores sin el consentimiento de éste”⁽⁶⁹⁾. En consecuencia -concluye este autor-, “cuando un estado soberano promete en un contrato de préstamo que el crédito estará en una posición *pari*

passu con todas los demás créditos que conforman su deuda externa, no le está diciendo nada al prestamista respecto al lugar que ocupará en la línea de acreedores en caso de quiebra”⁽⁷⁰⁾.

Si asumimos la validez del argumento aludido precedentemente, ¿Cuál sería entonces el propósito y significado exacto de la cláusula *pari passu* dentro del ámbito de deuda soberana? Gulati y Klee explican -tras reconocer la inexistencia de liquidación para caso de estados soberanos⁽⁷¹⁾ que el significado de la cláusula *pari passu* en este contexto debe ser entendido de la siguiente manera:

“La cláusula *pari passu* funciona como un *covenant* por el que el deudor se obliga a no invertir con prioridad legal a ciertos acreedores. Esto otorga protección contra la tentación de los estados soberanos de expedir leyes que puedan afectar la prelación de acreedores. La cláusula *pari passu* está referida, por lo tanto, a los pagos derivados de insolvencia (en el contexto corporativo) o a la alteración del orden legal de prelación de pagos (en el contexto soberano). Es una prelación igualitaria, pero aplicada a contextos específicos”⁽⁷²⁾

En concordancia con la explicación dada por los indicados autores, Buchheit es también explícito al reconocer que la única función de la referida cláusula -dentro del contexto de deuda soberana- es la de impedir que los países deudores puedan promulgar leyes orientadas a distorsionar la posición de igualdad conferida a los beneficiarios de la cláusula. Dicho autor desarrolla su posición en los siguientes términos:

“Si un deudor soberano intenta discriminar de manera práctica entre sus acreedores para efectos del pago, la cláusula *pari passu* podrá por lo menos evitar que el estado soberano intente legitimar tal discriminación mediante la promulgación de leyes o decretos que pretendan invertir de un estatus

(65) BUCHHEIT, Lee C. *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements*. 2da. edición. 2000. p. 11.

(66) NORTON, Joseph J. *International Syndicated Lending and Economic Development in Latin America: The Legal Context*. En *Essays in International Finance & Economic Law*. Número 9. 1997. p. 43.

(67) Íbid. El autor menciona que “la cláusula *pari passu* evita que el deudor asuma nueva deuda que subordine los intereses de los miembros del sindicato”.

(68) Ver WOOD. *Law and Practice...*; pp. 6-23.

(69) BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 11.

(70) Ibid.

(71) La misma premisa es también defendida por Wood, quien menciona que “en el caso de un estado soberano, la cláusula *pari passu* conlleva una interpretación diferente. Un gobierno no puede ser liquidado (por lo menos no en este sentido), así como tampoco pueden equipararse los procedimientos utilizados para determinar la prelación de deuda soberana en caso de insolvencia a aquellos utilizados en los casos de bancarota de corporaciones privadas”. Ver WOOD. *Law and Practice...*; pp. 6-23.

(72) GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 640.

preferente a ciertas acreencias o que otorguen prioridad de pago a algunos acreedores sobre otros”⁽⁷³⁾

Aparentemente, la gran preocupación está centrada en una posible subordinación de los acreedores. Como sabemos, en principio un deudor corporativo típico no puede subordinar legalmente a un acreedor sin contar con su consentimiento expreso⁽⁷⁴⁾. Sobre este presupuesto, Gooch y Klein sostienen que la cláusula *pari passu*⁽⁷⁵⁾ “garantiza que no existen normas legales que puedan causar que los créditos beneficiados con la misma se encuentren subordinados a otras obligaciones del deudor”⁽⁷⁶⁾. Sin embargo, tratándose de un deudor soberano, éste podría simplemente alterar la ley aplicable para subordinar a cualquier clase de prestamista⁽⁷⁷⁾. Es decir, se trata de un asunto que se encuentra bajo el total control del estado soberano. Consciente de ello, Buchheit menciona que “los deudores soberanos son objeto apropiado de cláusulas *pari passu* por cuanto ellos mantienen el poder de promulgar leyes que afecten la prelación legal de los acreedores”.

Por lo tanto, se sostiene que los prestamistas normalmente requieren la inclusión de este tipo de cláusulas en sus contratos para asegurar que sus créditos “no sean subordinados automáticamente frente a otros acreedores existentes del deudor”⁽⁷⁸⁾ y, tratándose especialmente de deudores soberanos, para evitar que éstos “se vean tentados a crear una clase de deuda preferente con prelación superior a aquella derivada del contrato en el que aparece la referida cláusula”⁽⁷⁹⁾. Parecería entonces que la principal (sino la única) función de la cláusula *pari passu* en el contexto de deuda soberana consiste en bloquear contractualmente la capacidad del deudor soberano de afectar el estatus de sus acreedores.

Esto es lo que han sugerido Walker y Buchheit, para quienes la cláusula *pari passu* “restringirá la posibilidad de que el deudor soberano subordine de manera formal la deuda que deriva del contrato en el que se incorpora dicha cláusula a favor de otras obligaciones externas”⁽⁸⁰⁾.

No obstante, la subordinación puede ocurrir tanto en un sentido legal o formal (verbigracia, cuando un estado soberano promulga una ley que altera el orden de prelación de sus acreedores), como también en la práctica (verbigracia, cuando un estado soberano se limita a tratar favorablemente a algunos acreedores sobre otros), en lo que podría denominarse una subordinación de facto. Este último tipo de subordinación, sin embargo, al parecer no se encuentra restringida por la cláusula *pari passu* dentro del contexto soberano. Este argumento ha sido defendido por Buchheit y Reisner, quienes señalan expresamente que “el deudor soberano no violenta esta cláusula en la práctica al elegir pagar ciertas acreencias en forma preferente a aquellas obligaciones vigentes bajo el contrato en el que se incorporó dicha cláusula”⁽⁸¹⁾. En un análisis más profundo, Buchheit explica que:

“La existencia de una cláusula *pari passu* en un contrato de crédito no tendrá efecto sobre la capacidad del deudor soberano de pagar a un acreedor en particular -incluso cuando se encuentre en mora en el pago de obligaciones frente a otros acreedores- ni de efectuar pagos anticipados a favor de sólo uno o un grupo determinado de acreedores, ni sobre su capacidad para otorgar garantías a favor de uno o más acreedores, sin ofrecer el mismo nivel de garantía al resto de acreedores. Si un prestamista quisiera gozar de este tipo de protección, deberá tratar de conseguirlo vía otras cláusulas del contrato de crédito o acuerdo de reestructuración”⁽⁸²⁾.

(73) BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 11.

(74) GULATI y KLEE. Op. cit. BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 11.

(75) La idea expuesta por estos autores está referida a la cláusula *pari passu* incluida en el contrato como una garantía o representación (*reps & warranties*), no como un *covenant*. Esto explica el por qué del uso del tiempo presente.

(76) GOOCH, Anthony C. y Linda B. KLEIN. *Annotated Sample Loan Agreement*; publicado en *International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions*. Segunda edición. Daniel D. Bradlow, 1986. p. 332.

(77) *Ibid.*

(78) BUCHHEIT, Lee C. y Ralph REISNER. *Inter-Creditor Issues in Debt Restructuring*; publicado en *International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions*. Segunda edición. Daniel D. Bradlow, 1986. p. 438.

(79) *Ibid.*

(80) WALKER, Mark y Lee C. BUCHHEIT, Lee C. *Legal Issues in the Restructuring of Commercial Bank Loans to Sovereign Borrowers* publicado en *International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions*. Segunda edición. Daniel D. Bradlow, 1986. p. 464. Ver también TABOGLU, Esin. Op. cit.; p. 42.

(81) BUCHHEIT y REISNER. Op. cit.; p. 438.

(82) BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 11.

De lo expuesto hasta este punto podríamos ya concluir que, efectivamente, existen varias interpretaciones sobre el contenido de la cláusula *pari passu* que distan mucho de la posición de Lowenfeld. Su planteamiento respecto a que dicha cláusula implica que todos los pagos deben ser realizados a prorrata -sin considerar el contexto en el cual la cláusula es aplicada- no encuentra amplio respaldo entre académicos. Contrariamente, la mayor parte de la doctrina consultada enfoca este asunto desde una doble perspectiva, vale decir, marcando una clara diferencia entre los dos contextos en los que la cláusula juega su papel: el corporativo y el soberano⁽⁸³⁾.

En lo que toca al contexto corporativo, la doctrina es uniforme respecto al significado de la indicada cláusula: ella no significa lo que Lowenfeld ha sostenido. Sin embargo, al referirse al contexto soberano, las opiniones de juristas se encuentran divididas. Así, pueden observarse claramente los dos extremos del espectro. Por un lado, la teoría de Lowenfeld, mientras que al otro extremo, la posición de Buchheit. La pregunta, entonces, es obvia: ¿Cómo decidir cual de las dos posiciones es la correcta? Este es precisamente el punto que desarrollaremos y trataremos de dilucidar a continuación.

3.2. Elementos a considerar para interpretar la cláusula *pari passu*.

Como mencionamos, la doctrina no ha llegado aún a una posición uniforme respecto a la interpretación correcta de la regla *pari passu*. Muchas de las opiniones académicas consultadas, sin embargo, están basadas en razonamientos abstractos que no siempre se encuentran alineados con lo que normalmente ocurre en la vida real. Siendo así, quizás la mejor forma de determinar cual de las interpretaciones mencionadas anteriormente resulta ser la más coherente, sería contrastando cada una de ellas con el significado atribuido por el mercado en general. Por esta razón, uno de los principales objetivos del presente trabajo consiste en entender cual sería la reacción de prestamistas, prestatarios y del propio mercado al encontrarse frente a cada una de las variadas interpretaciones

sugeridas para la cláusula *pari passu*. Precisamente sobre este particular, Gulati y Klee, tras realizar el análisis propuesto, concluyen que si la opinión de Lowenfeld fuera la correcta, entonces “los deudores, y especialmente deudores soberanos, estarían locos al aceptar dicha cláusula frente a todos sus acreedores”⁽⁸⁴⁾. Estos autores sostienen que si los deudores aceptaran dar a sus acreedores derechos *pari passu* bajo la interpretación de Lowenfeld, tal acción derivaría necesariamente “en un cupón de intereses menor para aquellos acreedores favorecidos con la cláusula, la que sería otorgada sólo después de arduas negociaciones, y que estaría restringida a favorecer sólo a algunos determinados acreedores”⁽⁸⁵⁾. Tomando en consideración la necesidad de poner a prueba esta conclusión, los siguientes párrafos estarán enfocados a determinar la forma en que el mercado en general entiende la cláusula *pari passu*.

3.2.1. Necesidad de pagar acreedores preferentes primero.

Lowenfeld mencionó expresamente en su Declaración que una cláusula como la contenida en la sección 11(c) (cláusula *pari passu*) es virtualmente estándar en todo contrato de préstamo o acuerdo de reestructuración⁽⁸⁶⁾. Resultaría razonable, por lo tanto, asumir que la mayoría -sino toda- la deuda externa de los Estados soberanos se encuentra sujeta a la misma o similar provisión *pari passu*. Siendo así, bajo la interpretación de Lowenfeld, no podrían existir acreedores preferentes y sería imposible para un deudor soberano pagar a alguno de sus acreedores antes que a otro. Así lo ratifica dicho autor al mencionar que “cuando el deudor es un estado soberano, no existen acreedores no garantizados que gocen de prioridad frente a otros y la cláusula *pari passu* es una cláusula general de no discriminación”.

Esta proposición contrasta con lo que se puede observar en la práctica, donde las instituciones financieras internacionales claramente han asumido un status de acreedores preferentes. Así, sobre este particular, Shihata menciona que “a pesar de la existencia de cláusulas *pari passu*, los deudores

(83) Ver SOLIVEN, Guillermo. *Some Issues in the Negotiation of Commercial Foreign Exchange Loans in Developing Countries* publicado en *Issues in Negotiating International Loan Agreements with Transnational Banks*. Nueva York: Naciones Unidas, 1983. p. 17.

(84) GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 639.

(85) Ibid.

(86) Ver *Declaración Lowenfeld*. p. 9.

soberanos en la práctica han conferido una calidad de acreedores preferentes a todas aquellas instituciones financieras internacionales, tales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional⁽⁸⁷⁾. Asimismo -concluye este autor- “el estatus de acreedor preferente resulta ser un acuerdo informal que en la práctica es siempre aceptado por deudores y otros prestamistas”⁽⁸⁸⁾. En el mismo sentido, Gulati y Klee explican también el sustento de dicha conclusión en los términos siguientes:

“Un deudor soberano que se encuentra corto de efectivo no deseará hacer pagos a pro rata que lo llevarán a incumplir de esta forma con todos sus acreedores y a desatar la ira de cada uno de ellos. En vez de ello, un deudor soberano deseará encontrarse en capacidad de pagar a los acreedores importantes primero, de modo tal que éstos puedan continuar prestando su asistencia financiera”⁽⁸⁹⁾.

Adicionalmente, existen otras categorías de acreedores que también asumen usualmente un estatus preferente de facto, debido principalmente a su significancia estratégica para el bienestar del deudor soberano, de modo tal que cualquier intento de reestructurar o de incumplir el pago de este tipo de créditos generaría consecuencias adversas para el deudor soberano. Dentro de esta particular categoría encontramos, por ejemplo, aquellos créditos derivados del comercio de corto plazo y aquellos atribuibles a los proveedores de productos indispensables para el deudor soberano⁽⁹⁰⁾.

Dado el interés reconocido de los deudores soberanos -e incluso también el de otros acreedores- en mantener tal status preferente atribuido de facto a determinadas instituciones financieras internacionales y a algunos otros acreedores, resulta difícil entender porque estas partes incorporarían una cláusula *pari passu* en sus contratos de préstamo si la misma tuviera el significado sugerido por Lowenfeld.

3.2.2. El rol de otras cláusulas en contratos de crédito internacionales.

Entre las cláusulas que usualmente acompañan a la cláusula *pari passu* en los contratos

de crédito internacional encontramos a la denominada *negative pledge clause*. Según Ian F.G. Baxter, el propósito de este tipo de cláusulas es “prohibir que el deudor otorgue una garantía sobre sus activos o fondos a favor de algún otro acreedor o grupo de acreedores, que les daría prioridad sobre el prestamista”⁽⁹¹⁾. Este autor explica que las principales funciones de una *negative pledge clause* son: “(i) prevenir la distribución de activos sustanciales del deudor a favor de uno o más acreedores garantizados; (ii) producir una igualdad entre los acreedores de una misma clase; y, (iii) desalentar el endeudamiento excesivo, cuya obtención se hace posible mediante el otorgamiento de garantías sobre activos”⁽⁹²⁾.

La idea es que ambas cláusulas coexistan y se complementen una con otra dentro del ámbito del contrato. Así lo reconoce Walker y Buchheit, quienes mencionan que la *negative pledge clause* ha sido diseñada “para complementar la protección buscada por los acreedores en la cláusula *pari passu*, al permitir asegurar que subsecuentes acreedores del deudor soberano compartirán el mismo status del prestamista como acreedores ordinarios”⁽⁹³⁾.

Bajo la amplia interpretación propuesta por Lowenfeld, no cabe dudas que la cláusula *pari passu* podría ser entendida como restrictiva incluso de cualquier intento del deudor soberano de beneficiar a cualquiera de sus acreedores externos mediante el otorgamiento de alguna garantía sobre sus activos. Dado que el acreedor beneficiado con tal garantía podría eventualmente ejecutar la misma o adjudicarse los activos afectados, esta acción sería considerada como un incumplimiento de la regla prorata sugerida por Lowenfeld. Por lo tanto, bajo la interpretación defendida por este último, la cláusula *pari passu* terminaría desempeñando una función que normalmente es atribuida a la *negative pledge clause*. Como indicamos anteriormente, se supone que ambas cláusulas deben complementarse una con otra y no superponerse en sus funciones. Por ello, al ocurrir precisamente esto último, parecería que la interpretación de Lowenfeld no es del todo acertada.

(87) Ver SHIHATA, Ibrahim F.I. Op. cit.; p. 303.

(88) Ibid.

(89) GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 641.

(90) BUCHHEIT, Lee C. *Of Creditors, Preferred and Otherwise*. En: *10 International Law Review*. Número 6. Junio 1991. p. 12.

(91) BAXTER, Ian F.C. *International Banking and Finance*. Carswell, 1989. pp. 73-74.

(92) Ibid.

(93) WALKER y BUCHHEIT. Op. cit.; p. 464.

Gulati y Klee nos brindan una explicación bastante interesante respecto de la correlación histórica existente entre la cláusula *pari passu* y la *negative pledge clause*. Ellos sugieren que una de las posibles explicaciones a la posición asumida por Tudor John -cuya opinión fue tomada como base por Lowenfeld- es que al momento en que dicho planteamiento fuera por primera vez elaborado (probablemente a comienzos del siglo XX) “no existían garantías otorgadas por países soberanos y, por lo tanto, no habían *negative pledge clauses*”⁽⁹⁴⁾. En consecuencia, concluyen los autores, “la cláusula *pari passu* puede haber servido como una suerte de sustituto, dado que el riesgo principal contra el que se debía buscar protección no era el otorgamiento de garantías sino la subordinación en rango”⁽⁹⁵⁾.

Además de las denominadas *negative pledge clauses*, los contratos de préstamo internacionales también incorporan otro tipo de cláusulas que cuentan con un significado bastante claro y directo, que de acuerdo a su propósito y función podrían ser consideradas en sobreposición con el significado que Lowenfeld atribuye a la cláusula *pari passu*. Entre las cláusulas más prominentes dentro de este grupo encontramos a la denominada “cláusula de pre-pago obligatorio” y a la bastante difundida *sharing clause*⁽⁹⁶⁾.

La denominada *sharing clause*, también conocida como “prorrata *sharing clause*”, ha sido definida dentro del contexto bancario internacional como “una cláusula de sindicación igualitaria diseñada para compartir todos aquellos pagos individuales recibidos por un banco pero no por los otros (verbigracia, vía compensación, litigios, pagos directos, etcétera)”⁽⁹⁷⁾. En palabras de Woods, esta cláusula dispone que “si algún banco recibiera una

proporción mayor a la parte que le corresponde, éste deberá pagar el exceso al agente para que lo redistribuya entre el resto de bancos a prorrata”⁽⁹⁸⁾. Puesto en términos simples, viene a ser una cláusula por la que “cualquier cosa que alguno de los prestamistas reciba debe necesariamente ser compartida proporcionalmente con los demás”⁽⁹⁹⁾. Más aún, el significado de esta cláusula ya ha sido expresamente reconocido por cortes estadounidenses. En un caso reciente, un acreedor demandó a la República del Congo y tuvo éxito al lograr que una Corte impusiera los efectos de una *sharing clause* sobre los pagos realizados por dicho país a favor de otros acreedores⁽¹⁰⁰⁾.

Es claro, por lo tanto, que existe un consenso general en torno a la idea básica involucrada en esta cláusula: la obligación de compartir pagos recibidos a prorrata entre todos los acreedores. Cabe preguntarse, sin embargo, cual es el propósito de esta cláusula y su relación con la cláusula *pari passu*. En primer término, se ha sostenido que esta cláusula “ayuda a llenar el vacío originado por la ausencia de una ley de quiebra que imponga el principio de participación *pari passu*”⁽¹⁰¹⁾ al desincentivar la realización de actos tendientes a embargar y ejecutar determinados activos del deudor. Como segundo punto, dicha cláusula apunta a evitar que el deudor realice pagos preferentes discriminatorios para favorecer a determinados acreedores, de modo tal que la misma “simplemente pone en efecto la doctrina de recaptura de preferencias universalmente adoptada por las leyes de quiebra municipales”⁽¹⁰²⁾. No obstante, aunque parezca sorprendente, para Lowenfeld éstos son también los mismos objetivos supuestamente perseguidos por la cláusula *pari passu*.

(94) GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 640, nota 29.

(95) Ibid.

(96) Ibid.; p. 646. Ver también BUCHHEIT. Op. cit.; p. 12.

(97) Ver LANGER, Von Holger. *International Finance Law* publicado en *Syndicated Loan Agreements I – The Syndication Process*, disponible en www.ganz-recht.de/stlehre/Ausland/fin11.htm (visitada el 8 de abril de 2002)

(98) Supra nota 54 pag. 166.

(99) Gulati y Klee, *supra* nota 3, p. 646. Ver también BUCHHEIT, Lee C. “Changing Bond Documentation: The Sharing Clause”, publicado en *International Financial Law Review* (Julio 1998), pag. 17. “Las *sharing clauses* son provisiones que obligan a un acreedor que ha recibido un pago desproporcionado bajo algún instrumento financiero que involucra múltiples acreedores (como un crédito sindicado) a compartir dicho pago con el resto de acreedores sobre una base proporcional. Este tipo de estipulaciones son bastante comunes en créditos comerciales bancarios sindicados, pero no son tan comunes en bonos emitidos públicamente”.

(100) Ver ROUBINI, Nouriel. *Bail-Ins, Bailouts, Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues*, Stern School of Business (NY 2001), disponible en www.stern.nyu.edu/nroubini/asia/bailins.doc (visitada el 8 de abril de 2002)

(101) WOOD, Philip R *Law and practice...*; p. 166.

(102) Ibid.

Por otro lado, la cláusula de pre-pago obligatorio (*mandatory prepayment clause*) ha sido definida como aquella disposición contractual por la cual un deudor puede ser impedido de realizar pagos en forma no proporcional a favor de otros acreedores⁽¹⁰³⁾. Esta estipulación se encuentra básicamente orientada a garantizar a los prestamistas que ellos recibirán el pago de sus créditos a prorrata. Según Joseph Norton, el objeto de esta cláusula es que, cada vez que un acreedor sea pre-pagado, surja la obligación del deudor de pre-pagar a todo el resto de acreedores a prorrata⁽¹⁰⁴⁾. Asimismo, el contenido y efectos de este tipo de cláusulas han sido explicados en los siguientes términos:

“Esta cláusula está diseñada para garantizar algún tipo de acción a favor de aquellos bancos e instituciones financieras que han reestructurados sus créditos, en caso el deudor decida cumplir con el servicio de otras deudas de igual rango en una forma o términos más ventajosos o preferentes que los estipulados en el acuerdo de reestructuración. Por ejemplo, en caso el deudor pagara el 10 por ciento de la deuda que mantiene con un acreedor reacio a allanarse a los términos de reestructuración, la cláusula permitiría entonces que los demás acreedores reestructurados (beneficiarios de la cláusula) tengan la facultad de exigir el pago del 10 por ciento de la suma que se les adeuda (como máximo) o la misma suma pagada a favor del referido acreedor no alineado (como mínimo), dependiendo de la forma como la cláusula se encuentre redactada”⁽¹⁰⁵⁾.

Bajo el mismo razonamiento aplicado al comparar el papel que desempeña la *negative pledge clause* con la interpretación de la cláusula *pari passu* defendida por Lowenfeld, es evidente que esta última también se sobrepone al papel ampliamente reconocido para las antes indicadas cláusulas, haciendo que las mismas, por lo tanto, pierdan toda

razón de ser. Si la afirmación de Lowenfeld fuera correcta, ¿Existiría alguna razón lógica para incluir cualquiera de las antes indicadas dos cláusulas en algún contrato que ya contiene una cláusula *pari passu*? Al parecer no, pues por obvias razones sería considerado como redundante o parecería más un acto de sobre-legalización de la transacción (*overlawyering*). En la práctica, sin embargo, es común encontrar este tipo de cláusulas compartiendo un lugar con la cláusula *pari passu* dentro del mismo contrato de crédito internacional. Siendo ello así, una vez más la práctica financiera internacional parecería darle la espalda a la posición defendida por Lowenfeld⁽¹⁰⁶⁾.

3.2.3. Variación en los términos convencionales de las cláusulas *pari passu*.

El tenor literal de la cláusula *pari passu* aplicable al Perú en el caso bajo comentario corresponde al texto estándar de cláusula *pari passu*. Representa lo que podríamos considerar su forma básica y más elemental: “se ubican y se ubicarán al menos en una posición *pari passu* en prioridad de pago”. Sin embargo, el medio financiero internacional ha sido testigo de distintas variaciones introducidas paulatinamente en la redacción básica de dicha cláusula.

Resulta interesante apreciar el recuento realizado por Buchheit⁽¹⁰⁷⁾ de las diversas variaciones que se han desarrollado en la práctica. Así, por ejemplo, resulta posible encontrar estipulaciones *pari passu* conteniendo la siguiente redacción: “se ubicarán al menos en una posición *pari passu* en prioridad de pago y en todo otro aspecto”. Asimismo -aunque con menos frecuencia- es también usual encontrar textos con el siguiente tenor: “se ubicarán al menos en una posición *pari passu* en prioridad de pago junto a toda otra deuda externa del deudor y serán pagadas como tal”.

(103) Ver GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 646. Ver también BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 12.

(104) Ver NORTON, Joseph J. *International Syndicated Lending: The Legal Context for Economic Development in Latin America*; publicado en: *NAFTA Law and Business Review of the Americas*. 1996.

(105) Ver UNITAR *Training and Capacity Building Programmes in the Legal Aspects of Debt, Financial Management and Negotiation*; *Online Resource Center. Glossaries*. Disponible en www.unitar.org/dfm/Resource_Center/TrainingPackage/TP10/GlossaryP.htm (visitado el 17 de marzo de 2002)

(106) Ver GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 646. Además de las cláusulas referidas en el análisis expuesto, existen otras dos cláusulas, la denominada “*turnover clause*” (aquel acreedor que recibe un pago preferente está en la obligación de ponerlo a disposición del resto de acreedores) y la cláusula de aceleración (aquel acreedor que mantiene alguno de sus créditos vencidos tiene la posibilidad de exigir que la totalidad de la deuda sea pagada inmediatamente), que podrían fácilmente ser sometidas al mismo análisis.

(107) BUCHHEIT, Lee C. Op. cit.; p. 12.

Lo que el referido autor sostiene es que los textos adicionales incorporados en la redacción de la cláusula *pari passu* estándar refuerzan el argumento en contra de la interpretación de Lowenfeld. Buchheit sugiere que las numerosas variaciones introducidas por los operadores del derecho importan un reconocimiento explícito de que la indicada cláusula -bajo su formato convencional- resulta un arma poco efectiva contra las intenciones perversas del deudor⁽¹⁰⁸⁾. Gulati y Klee se pronuncian también a favor de esta posición y sostienen que “si la cláusula *pari passu* estándar significara lo que Lowenfeld propugna, entonces los abogados habríamos estado perdiendo nuestro tiempo en buscar modificaciones contractuales de dicha cláusula que reflejen literalmente tal sentido⁽¹⁰⁹⁾”.

Sin embargo, el argumento desarrollado por los indicados autores se encuentra lejos de ser irrefutable. Especulando de la misma forma, podríamos fácilmente sostener también que las modificaciones introducidas a los términos estándar de la cláusula *pari passu* fueron realizadas únicamente por cuestiones de claridad y precisión.

3.2.4. Un asunto de política pública internacional: el problema del acreedor no alineado.

Es claro que bajo el actual escenario financiero internacional ya no resulta factible reestructurar la deuda externa de los países aplicando las mismas técnicas y estrategias utilizadas a principios de los ochenta. Por entonces, cuando algún deudor soberano tropezaba con una crisis de liquidez que derivaba en una incapacidad para atender sus obligaciones financieras externas, sus acreedores (en su mayoría bancos comerciales⁽¹¹⁰⁾),

representados por un Comité de Asesoría (*Bank Advisory Committee*), no tardaban en negociar con el soberano la reestructuración de su deuda. Anne Krueger explica esta tendencia partiendo de la premisa de que los bancos tenían muy buenas razones para cooperar entre ellos: “intereses institucionales similares, un deseo de asegurar negocios futuros con el deudor, la renuencia a ofender a los reguladores, y la obligación legal de compartir con los demás bancos acreedores cualquier dinero que sea obtenido por la vía litigiosa⁽¹¹¹⁾”.

La estructura básica de la deuda soberana internacional ha cambiado drásticamente desde aquellos años. Con la implementación del plan Brady a comienzos de los noventa, la deuda soberana dejó de estar representada en contratos de crédito internacional y pasó a estarlo en bonos al portador libremente negociables. Esta variación estructural resultó determinante para que la titularidad sobre instrumentos representativos de deuda soberana deje de ser un derecho cuasi exclusivo de los bancos comerciales, facilitando el acceso de acreedores individuales privados a este tipo de inversiones. Con ello, el número de tomadores de deuda soberana se ha incrementado exponencialmente. Precisamente este hecho, aunado a la naturaleza al portador de los títulos de deuda, hace que la identificación de todos y cada uno de los acreedores resulte casi imposible⁽¹¹²⁾.

Este inconveniente ha demostrado ser un serio obstáculo para alcanzar reestructuraciones negociadas entre el deudor soberano y sus acreedores. Por ello, cuando el deudor soberano enfrenta dificultades financieras para cumplir con

(108) *Ibid.*

(109) Ver GULATI y KLEE. *Op. cit.*; p. 646.

(110) Ver KRUEGER, Anne. *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Transcripción del discurso dado ante el Indian Council for Research on International Economic Relations el 20 de diciembre de 2001. Disponible en www.imf.org/external/np/speeches/2001/122001.htm (página visitada el 8 de abril de 2002). De acuerdo a la estadística manejada por el IMF, a comienzos de los ochentas los bancos mantenían alrededor del 85 por ciento de la deuda externa emitida por países emergentes.

(111) *Ibid.*

(112) Ver IMF Research Paper, *The Evolution of Emerging Market Capital Flows: Why We Need to Look Again at Sovereign Debt Restructuring*, disponible en www.investavenue.com/article.html?ID=3888 (página visitada el 8 de abril de 2002). Aquí se menciona que “nosotros vivimos ahora en un mundo bastante diferente. La proporción de deuda soberana de países emergentes representada en bonos se ha cuadruplicado. Y los tenedores de estos bonos son mucho más numerosos, anónimos, y difíciles de coordinar que los bancos comerciales. La mayor parte de ellos no buscan relaciones a largo plazo con los países deudores, ni temen a la presión de los reguladores. Los tenedores de bonos tienen también un mayor incentivo para demandar a aquellos deudores soberanos morosos dado que, a diferencia de los bancos, ellos no tienen que compartir lo que se obtenga por la vía litigiosa. La situación es mucho más complicada aún por la creciente variedad de instrumentos de deuda y derivados en juego. Todo esto incrementa los “problemas de acción colectiva” derivados de tener que obtener un acuerdo entre todos los acreedores sobre los términos de la reestructuración, incluso en aquellos casos en que casi todos ellos saldrían beneficiados.

su deuda externa y, adicionalmente, el contrato de emisión de sus bonos requiera el consentimiento unánime de la totalidad de tenedores para modificar las condiciones de pago, la alternativa viable más eficiente para lograr la tan ansiada reestructuración es mediante la realización de una oferta de intercambio.

El evidente problema de usar ofertas de intercambio como vehículo para llevar a cabo reestructuraciones de bonos soberanos radica en el hecho de que las mismas no obligan a aquellos tenedores que deciden simplemente no participar del intercambio, vale decir, no alinearse con el resto de tenedores⁽¹¹³⁾. Buchheit explica que “aquellos tenedores que declinan aceptar la oferta se quedarán con sus viejos instrumentos y continuarán gozando de todos los derechos y acciones correspondientes a los mismos”⁽¹¹⁴⁾. Este hecho ha sido ya judicialmente aceptado por la Corte del Distrito Sur de Nueva York al resolver el caso Elliot⁽¹¹⁵⁾. Es claro, entonces, que los acreedores no alineados constituyen una amenaza constante de litigio para el deudor soberano. Esta amenaza, sin embargo, solía encontrarse relativamente bajo control antes de la resolución del caso Elliott y el subsiguiente Fallo de Bruselas, cuando la capacidad del acreedor no alineado para conseguir el pago de su crédito se encontraba aún efectivamente restringida por la *U.S. Foreign Sovereign Immunities Act*.

Uno de los mecanismos de presión más utilizados por los acreedores no alineados para obtener la cancelación de sus créditos ha sido la amenaza directa de obstaculizar los acuerdos de reestructuración del deudor soberano. Ahora que sienten que su posición ha recibido el respaldo indirecto del Fallo de Bruselas, es de esperarse que un mayor número de acreedores decidan no alinearse con el objeto de causar con ello mayores quiebres al proceso de reestructuración.

Con este soporte adicional aparentemente recibido, es probable que los acreedores no alineados se hagan más fuertes en la mesa de negociación y obtengan así mayores beneficios a costa del deudor soberano y del resto de acreedores. Sin embargo, este resultado está lejos de ser beneficioso. Como

sabemos, la reestructuración es un proceso destinado a beneficiar el interés de tanto deudores como acreedores e, indirectamente, del mercado en general. Por ello, la existencia de un acreedor no alineado -causando quiebres constantes en el proceso- necesariamente impondría costos adicionales en ambos lados⁽¹¹⁶⁾.

Considerando entonces que el interés de la mayoría de acreedores se vería directamente afectado por la posición que podrían adoptar unos pocos no alineados, parecería bastante improbable que esos mismos acreedores hubieran aceptado participar en un contrato de préstamo que incorpore una cláusula *pari passu*, con conocimiento de que la misma llevaba adscrito el significado propuesto por Lowenfeld. Lo más lógico sería pensar que tales acreedores aceptaron incorporar dicha cláusula asumiendo que la misma poseía un significado distinto al de Lowenfeld. Un significado que, contrariamente a lo expuesto, desincentive la no alineación.

4. Reglas para la interpretación de contratos de préstamo internacionales.

Resulta indiscutible la existencia de varias y distintas interpretaciones sobre el significado y efectos de la cláusula *pari passu*. Mientras que un enfoque literal parecería favorecer la posición de Lowenfeld, hemos también apreciado que un enfoque más práctico y de mercado abona la posición de Buchheit. Ahora bien, sobre la base de todos los elementos desarrollados hasta este punto, los siguientes párrafos están dedicados a analizar las distintas reglas formales de interpretación contractual que podrían eventualmente ser aplicadas para determinar el significado que debería prevalecer finalmente. Dado que la mayoría de contratos internacionales de préstamo y los de emisión de bonos soberanos se encuentran sujetos a las leyes de Nueva York o a las de Inglaterra, el siguiente análisis está enfocado específicamente en las reglas de interpretación contractual relevantes en tales jurisdicciones.

(113) BUCHHEIT, Lee C. *Sovereign Debtors and Their Bondholders*, publicado en *UNITAR Training Programmes on Foreign Economic Relations*. Documento Número 1. p. 8. Este documento se encuentra disponible en www.unitar.org/dfm/Resource_Center/Experts/Buchheit/Buchheit.htm (página visitada el 17 de marzo de 2002).

(114) *Ibid.*

(115) *Elliot Associates, L.P. v. The Republic of Peru*, 12 F. Supp. 328, p 344 (S.D.N.Y. 1998)

(116) Ver GULATI y KLEE. Op. cit.: p. 642.

4.1. Reglas de Nueva York.

Existen varios principios aplicables para la interpretación contractual en esta jurisdicción. En primer término, existe un reconocimiento unánime respecto a la importancia de las prácticas generalmente reconocidas y costumbres de mercado para la interpretación de algún término o cláusula. Sobre este tema, Margaret Kniffin explica que “los usos comerciales o locales se cuentan entre las variedades de evidencia extrínseca que las Cortes admiten con mayor facilidad para discernir el significado de términos contractuales”⁽¹¹⁷⁾. Los usos comerciales han sido definidos por la sección 1-205 del *Uniform Commercial Code* como “cualquier práctica o método que ha sido observada con tal regularidad en la plaza o comercio, de forma tal que permita justificar la expectativa de que dicha práctica o método será observada ante cualquier otra transacción”⁽¹¹⁸⁾. Adicionalmente, la sección 202(3)(a) del *Restatement (Second) of Contracts* establece expresamente que “a menos que una intención diferente sea manifiesta, cuando el lenguaje utilizado posee un significado general prevaleciente, éste es interpretado de acuerdo a dicho significado”.

Tras analizar los argumentos existentes a favor y en contra de la interpretación defendida por Lowenfeld, encontramos que la idea de que la cláusula *pari passu* posee un significado distinto a prorrata podría calificar como una “práctica de observancia relevante” o ser considerada como un “significado general prevaleciente”. Se podría argumentar válidamente, entonces, que los principales actores en el escenario financiero internacional existente al momento en que el gobierno peruano garantizó los instrumentos de 1983 -países soberanos, organismos multilaterales y bancos- tenían la certeza de que la cláusula *pari passu* que venían incorporando en sus respectivos contratos de préstamo no significaba lo que Elliott sugeriría años después.

Este argumento se ve refrendando por el hecho de haber existido muchos procesos de reestructuración de deuda soberana desde esa época

-todos relacionados a contratos en los que se incluía una cláusula *pari passu*- en los cuales se realizaron pagos a favor de acreedores preferentes de facto, sin que hubiera un sólo acreedor que alzara formalmente su voz de protesta por la vulneración de un supuesto derecho a ser pagado a prorrata, derivado de la cláusula *pari passu*. La única explicación lógica para este patrón de comportamiento sería que la interpretación propuesta por Lowenfeld no refleja la apreciación general que todo el mercado -o gran parte del mismo- tenía sobre la cláusula bajo análisis. Por lo tanto, la denominada práctica de observancia relevante en los mercados financieros era dar a la cláusula *pari passu* un significado diferente del que sugiere un pago a prorrata.

Teniendo en cuenta lo expuesto precedentemente, es importante resaltar que tanto el *Uniform Commercial Code* como el *Restatement (Second) of Contracts* establecen expresamente que la regla del significado literal (*plain meaning rule*), sobre la cual Lowenfeld sustenta su posición, resulta inaplicable ante la evidencia de usos comerciales.

La importancia de la percepción del mercado para determinar el significado que debe atribuirse a términos contractuales ha sido ya reconocida judicialmente para casos de créditos derivados de contratos de emisión de bonos⁽¹¹⁹⁾. Gulati y Klee defienden el razonamiento detrás de dicho principio argumentando que “si todas las personas en el mercado entienden y conocen el significado de un término estandarizado y saben que las Cortes seguirán esta percepción estandarizada, es claro que este ambiente generará certidumbre, y esto a su vez promoverá la eficiencia”⁽¹²⁰⁾. Sobre la base de este argumento, al interpretar el lenguaje estándar introducido en las denominadas cláusulas *boilerplate*, las Cortes se inclinan por dar preferencia a la certidumbre en el mercado. Así, en el caso *Sharon Steele*, se decidió que “la uniformidad en la interpretación resulta importante para la eficiencia de los mercados de capitales”⁽¹²¹⁾. Evidentemente, esta certidumbre y uniformidad sólo podrán ser

(117) Ver KNIFFIN Margaret N. *Corbin on Contracts*. Edición Revisada. Volumen 5. 1998. p. 266.

(118) *Ibid.* “El lenguaje utilizado debe interpretarse de modo tal que signifique lo que equitativamente podría ser esperado por las partes involucradas en una transacción comercial particular, en una determinada localidad, o en un determinado comercio”.

(119) Ver *Chemical Bank v. First Trust of New York, N.A. (In Re Southeast Banking Corp.)* 710 N.E. 2d 1083, 1086 (N.Y. 1999), caso en el que la Corte de Apelación de Nueva York mencionó la importancia de brindar deferencia a la percepción del mercado cuando se trate de interpretar temas comerciales.

(120) Ver GULATI y KLEE. *Op. cit.*; p. 647.

(121) Ver *Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank, N.A.*, 691 F. 2d 1039, 1048 (2d Cir. 1982). Ver también *Broad v. Rockwell Int'l Corp.*, 642 F. 2d 929, 943 (5th Cir. 1981).

alcanzadas favoreciendo la percepción general que el mercado tiene sobre una determinada cláusula *boilerplate*. Este principio fue claramente seguido por la Corte de Apelaciones de Nueva York al adoptar unánimemente una “Regla de Explicitud” basada en el hecho de que tal regla había sido ya internalizada por los mercados de capitales.

Otra de las reglas de relevancia para la interpretación de términos contractuales es aquella que requiere que el contrato sea considerado como un todo y que cualquier ambigüedad sea resuelta para que calce dentro del contexto general del contrato, de modo tal que guarde coherencia con todas y cada una de las distintas cláusulas del mismo⁽¹²²⁾. Este principio fue establecido con meridiana claridad en el caso *Laba v. Carey*, en el que se sostuvo que “una Corte no debería adoptar una interpretación que cause que alguna estipulación del contrato quede sin sentido ni efecto”⁽¹²³⁾. Partiendo de la misma premisa, la Corte Suprema de los Estados Unidos, en el caso *Mastrobuono v. Cerrazón Lehman Hutton, Inc.*, decidió que “uno de los principios cardinales de las reglas de interpretación contractual es que el documento debe ser leído de forma tal que todas sus estipulaciones surtan efectos y resulten consistentes unas con otras”⁽¹²⁴⁾.

Tal como explicamos anteriormente, la interpretación defendida por Lowenfeld posee serios inconvenientes al momento de ser contrastada contra otras cláusulas típicamente incluidas en contratos de préstamo internacional o de emisión internacional de bonos, tales como la *negative pledge clause*, la *sharing clause* o la cláusula de pre-pago obligatorio. En tal sentido, siguiendo los principios de interpretación antes mencionados, es claro que las Cortes deberían rechazar cualquier interpretación de la cláusula *pari passu* que convierta al resto de cláusulas en estipulaciones vacías y sin sentido.

Finalmente, se ha sostenido que las Cortes deben tomar en cuenta el interés público y general al momento de decidir entre los diferentes

significados posibles de un término contractual particular. Así, en el caso *Mastrobuono v. Cerrazón Lehman Hutton, Inc.*, se reconoció expresamente que cuando una estipulación contractual es susceptible de ser interpretada en por lo menos dos formas razonables, se debe necesariamente preferir aquel significado que favorece el interés público y general⁽¹²⁵⁾. Sobre la base del mismo principio, la sección §207 del *Restatement (Second) of Contracts* señala expresamente que “al elegir entre los significados razonables de una promesa, acuerdo o término incorporado en éste, aquel significado que sirve el interés público es generalmente preferido”. Por lo tanto, dado que la interpretación de Lowenfeld favorece el interés privado e individual de aquellos acreedores no alineados sobre el interés general del resto de participantes en el mercado y del mercado mismo, lo lógico sería que las Cortes se inclinen por favorecer una interpretación distinta de la sugerida por Lowenfeld.

4.2. Reglas de Inglaterra.

Los principios de interpretación contractual seguidos por el derecho inglés son básicamente los mismos que hemos explicado precedentemente⁽¹²⁶⁾. La idea central detrás de los principios de interpretación contractual ingleses está en tratar de identificar “el significado que el documento transmitiría a una persona racional que posea todo el conocimiento sobre los antecedentes que habrían estado razonablemente a disposición de las partes al momento en que celebraron el contrato”⁽¹²⁷⁾. Así, vemos que el contexto y antecedentes particulares de las partes involucradas juegan un rol bastante significativo. Sobre este punto, Kim Lewinson nos explica que “cuando una palabra tiene un significado especial en una determinada localidad o entre un grupo particular de personas, se debe admitir evidencia para demostrar que las partes intentaron dar ese significado especial a dicha palabra y, una vez que se haya probado este hecho, tal palabra

(122) Ver GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 647.

(123) Ver *Laba v. Carey*, 277 N.E. 2d 641, 644 (N.Y. 1971)

(124) Ver *Mastrobuono v. Shearson Lehman Hutton, Inc.*, 514 U.S. 52, 115 S.Ct. 1212, 131 L.Ed.2d 76, 63 USLW 4195, Blue Sky L. Rep. P U.S.I.11 (6 de marzo de 1995).

(125) Ibid.

(126) Ver BEALE. H. G. *Chitty on Contracts*. Volumen I: Principios Generales. 28va. Edición. Londres: Sweet & Maxwell, 1999. Ver también LEWINSON, Kim. *The Interpretation of Contracts*. Londres: Sweet & Maxwell, 1997.

(127) Ver *Mannai Investment Co Ltd. v. Eagle Star Life Assurances Co Ltd*. [1997] A.C. 749, 767, 775, 782; ver también *Investors Compensation Scheme Ltd. v. West Bromwich Building Society* [1998] 1 W.L.R. 896, 912-913.

debe necesariamente ser interpretada es ese sentido especial”⁽¹²⁸⁾.

Adicionalmente, al referirnos a contratos mercantiles en particular, tales documentos deben ser interpretados en un “estilo negocial” (*business fashion*)⁽¹²⁹⁾ y “se debe atribuir a las palabras un significado que importe un buen sentido comercial” (*good commercial sense*)⁽¹³⁰⁾. De esta forma, los usos y costumbres del comercio serán necesariamente tomados en cuenta por las Cortes inglesas al momento de interpretar el significado de términos contractuales, siempre y cuando éstos sean notorios, ciertos y razonables⁽¹³¹⁾. En otras palabras, una simple práctica comercial sería insuficiente⁽¹³²⁾.

Finalmente, se ha sostenido también que la “racionalidad del resultado de cualquier interpretación constituye una consideración de suma importancia a tomar en cuenta al momento de elegir entre interpretaciones contrapuestas”⁽¹³³⁾. Todo contrato debe necesariamente ser leído e interpretado como un todo, y sus cláusulas deben ser interpretadas de modo tal que se evite resultados absurdos o inconsistentes con el resto del documento⁽¹³⁴⁾.

Sobre la base del mismo razonamiento aplicado precedentemente respecto de las reglas de interpretación reconocidas en Nueva York, puede concluirse que resulta bastante probable que las reglas de interpretación contractual inglesas también favorezcan la interpretación sugerida por Buchheit como alternativa a la interpretación defendida por Lowenfeld. Tal como ya hemos precisado, esta última interpretación no parece guardar coherencia con lo que podría reconocerse como la percepción del mercado, ocasiona la pérdida de coherencia de otras cláusulas del contrato, y no produce un resultado que pueda ser calificado como razonable

bajo los estándares existentes en el contexto financiero internacional.

5. Aspectos formales del fallo de Bruselas.

El Fallo de Bruselas -que finalmente convirtió el inofensivo mecanismo de ataque de Elliott en una verdadera arma legal “termonuclear” que obligó al Perú a transar la controversia- fue expedido por la octava sala de la Corte de Apelaciones de Bruselas, revocando así la decisión inicialmente adoptada por el Presidente de la Corte Comercial de Bruselas. Cabe recordar que esta decisión inicial había denegado la medida cautelar fuera de proceso (*ex parte*) solicitada por Elliott contra Euroclear. En términos simples y desde una perspectiva puramente formal, esto fue todo lo que ocurrió en Bruselas. Este es el escenario judicial dentro del cual se encuentran enmarcadas las conclusiones sustantivas alcanzadas por la Corte de Bruselas, incluyendo especialmente aquella que equipara el significado de la cláusula *pari passu* a la del término prorata. Sobre estos presupuestos, la última parte de este trabajo se encuentra dedicada a analizar si es que las características formales antes indicadas podrían afectar la validez de las conclusiones desarrolladas por la Corte de Bruselas. Vale decir, seguidamente examinaremos si es que el referido fallo presenta conclusiones legales que puedan llegar a ser consideradas como firmes y definitivas.

El primer tema que debe ser tomado en consideración es el hecho de que la decisión de Bruselas fue expedida como respuesta a una solicitud presentada bajo un procedimiento *ex parte*. Este tipo de peticiones se encuentra bastante restringido por la ley belga y puede ser utilizado sólo en casos permitidos explícitamente por ley. Henk Sniijders explica que en un procedimiento *ex parte*, la

(128) Ver LEWISON. Op. cit.; p. 106. La autora basa su afirmación en los siguientes precedentes judiciales: *Shore v. Wilson* (1842) 47 B.L.R. 55, C.A.; *Smith v. Wilson* (1832) 3 B. & Ad. 732; *Produce Brokers Co. Ltd v. Olimpia Oil and Cake Co. Ltd* [1917] 1 K.B. 320 p. 330; *Myers v. Sarl* (1860) 3 E. & E. 306

(129) Ver *Southland Frozen Meat and Produce Export Co. Ltd v. Nelson Brothers Ltd* [1898] A.C. 442, 444.

(130) Ver *Miramar Maritime Corp. v. Holborn Oil Trading Ltd.* [1984] A.C. 676, 682.

(131) Ver *Devonald v. Rosser & Sons* [1906] 2 K.B. 728, 743.

(132) Ver *Cunliffe-Owen v. Tearher and Greenwood* [1967] 1 W.L.R. 1421, 1438.

(133) Ver Kim Lewison, supra nota 125, pag. 106. Ver también *Tillmanns & Co. V. S.S. Knutsford Ltd* [1908] 2 K.B. 385; *Schuler (L.) A.G. v. Wickman Machine Tool Sales Ltd.* [1974] A.C. 235.

(134) Este principio fue claramente resaltado por Lord Watson en el caso *Chamber Colliery Ltd. V. Twyerould* (1893) [1915] 1 Ch 268 (Nota): “no encuentro ningún motivo en el presente caso para no aplicar la bien conocida regla de que un instrumento debe ser leído como un todo para poder determinar el verdadero sentido de sus cláusulas independientes; así como que las palabras utilizadas en cada cláusula deben ser interpretadas de modo tal que las mismas se encuentren en armonía con las otras estipulaciones del instrumento”.

contraparte no será notificada ni llamada a declarar por la Corte antes de la expedición del fallo⁽¹³⁵⁾. Es decir, no se llevará a cabo audiencia alguna y la decisión será tomada únicamente sobre la base de la solicitud escrita presentada por el peticionante⁽¹³⁶⁾.

Un segundo aspecto que debe ser considerado al analizar la fuerza vinculante -o influencia como precedente- del Fallo de Bruselas, es el hecho de que, conforme a la legislación belga, cualquier decisión sobre una petición tramitada *ex parte* debe ser adoptada en *camera*⁽¹³⁷⁾. Este elemento resulta ser de reveladora importancia para los efectos del presente trabajo, toda vez que los resultados de los procedimientos llevados a cabo en *camera* no son considerados como decisiones sobre el fondo⁽¹³⁸⁾.

Adicionalmente, la medida cautelar obtenida por Elliott en Bruselas fue concedida al amparo del artículo 584 del Código Judicial belga, según el cual, existen dos importantes condiciones que deben ser cumplidas para poder obtener una medida cautelar, a saber: (a) la materia debe ser reconocida por la Corte como urgente; y (b) la medida cautelar buscada debe ser provisional y no puede perjudicar el fondo del caso⁽¹³⁹⁾. Más aún, cuando la medida cautelar es solicitada a través de un procedimiento *ex parte*, la misma sólo puede ser concedida en casos de “absoluta necesidad”⁽¹⁴⁰⁾, cuya determinación dependerá enteramente de las circunstancias de hecho existentes⁽¹⁴¹⁾. Por lo tanto, resultaría válido sostener que la decisión adoptada por la Corte de Bruselas estuvo principalmente basada en la urgencia

de la situación presentada por Elliott y no en un análisis sustantivo de los supuestos derechos alegados por este último⁽¹⁴²⁾.

La principal conclusión que puede extraerse de lo que se ha mencionado precedentemente es que el Fallo de Bruselas -legalmente hablando- no constituye una decisión sobre el fondo, vale decir, que la Corte no decidió técnicamente si es que la cláusula *pari passu* importa un derecho a prorrata del peticionante. Basta la suficiente probabilidad de la existencia de un derecho para que una Corte pueda conceder una medida cautelar al amparo del artículo 584 del referido Código Judicial belga. Evidentemente, esta “suficiente probabilidad” no puede ser considerada vinculante para futuras decisiones sobre el particular. Esta característica resulta típica de sistemas jurídicos europeo-continenciales y ha sido expresamente reconocida a nivel de la Unión Europea, donde se establece que “aquel juez que debe resolver solicitudes de medidas cautelares no puede basar su decisión en un pre-juzgamiento sobre el fondo”⁽¹⁴³⁾.

En resumidas cuentas, desde una perspectiva formal, resulta claro que el Fallo de Bruselas no representa una decisión firme y definitiva sobre el fondo. Todas las ideas, argumentos y reflexiones expresadas en el texto del indicado fallo no son vinculantes para otras cortes belgas por haberlo así expresamente dispuesto la propia ley, lo cual es fácilmente entendible dado que las mismas han sido alcanzadas: (i) sin escuchar los argumentos de la

(135) Ver SNIJDERS, Henk J. *Access to Civil Procedure Abroad*. Londres: Sweet & Maxwell, 1996. p. 219.

(136) Ver ROSE, Nicholas. *Pre-Emptive Remedies in Europe*. Londres: Longman, 1992. p. 47.

(137) *Ibid.*; p. 57.

(138) Ver FAZZALARI, Elío. *Civil Justice in the Countries of the European Union*. Londres: Publicaciones Trenton, 1998. p. 50. Ver también ROSE, Nicholas. *Op. cit.*; p. 49 (“El carácter tradicional de la decisión adoptada en *camera* significa que el cumplimiento con dicha decisión, incluso cuando se realiza sin reservas, no puede por sí misma perjudicar el mérito de los argumentos de fondo presentados por la parte que cumple con la misma (...) El juez a cargo de decidir el tema de fondo no se encuentra vinculado por la decisión adoptada en cámara, aunque sí debe prestar atención a su existencia. Él permanece completamente libre para evaluar el caso conforme a lo que considera apropiado”).

(139) *Ibid.*; p. 46.

(140) *Ibid.*; p. 47.

(141) *Ibid.* “Usualmente se acepta la existencia de “necesidad absoluta” cuando: (a) la urgencia resulta ser excepcional; y (b) considerando la medida requerida, si el demandado fuera advertido de la solicitud, cualquier otro tipo de audiencia haría ineficaz cualquier orden del juzgado”).

(142) Esta característica de las medidas cautelares otorgadas bajo el artículo 584 es claramente explicada por Nicholas Rose en los siguientes términos: “(s)e sostenía tradicionalmente que el artículo 584 del Código Judicial prohibía al Juez en Cámara tomar en cuenta los méritos de un caso y que esta prohibición era absoluta y que formaba parte del orden público belga (...) El Juez en Cámara aún no se encuentra facultado para tomar decisiones sobre la base de los méritos del un caso, aún sea provisionalmente. Sin embargo, parece ahora generalmente aceptado que él pueda basar su decisión en el derecho de una parte o en la situación de hecho, siempre y cuando dicho derecho o situación sea obvio o no pueda ser seriamente cuestionado. Una suficiente probabilidad de la existencia de un derecho permitiría a una Corte autorizar una medida interina”. *Ibid.* p. 48.

(143) LENARETS, Koen y Dirk ARTS. *Procedural Law of the European Union*. Londres: Sweet & Maxwell, 1999. p. 299.

otra parte; (ii) sin considerar todos los hechos existentes; (iii) bajo una presión de tiempo dada la urgencia del solicitante; y, (iv) mediante un análisis superficial enfocado sólo en determinar una “suficiente probabilidad” o un caso *prima facie*.

Considerando entonces que el referido fallo no será utilizado como un precedente de observancia obligatoria en Bélgica, el mismo tampoco debería ser utilizado como tal por ninguna otra Corte extranjera. Por consiguiente, el riesgo insinuado por Gulati & Klee⁽¹⁴⁴⁾ de que alguna otra Corte tome como referencia el Fallo de Bruselas y lo haga suyo como la interpretación estándar del término *pari passu* parecería ser bastante remoto.

6. Consideraciones sustantivas adicionales.

Sin perjuicio de los aspectos formales mencionados precedentemente, existen además un par de factores sustantivos que no han sido mencionados aún pero cuyo impacto tendría necesariamente que ser analizado por cualquier Corte que examine la validez del razonamiento presentado en el Fallo de Bruselas. Así, en primer término, será necesario determinar el verdadero ámbito de aplicación de los fallos de Nueva York sobre los cuales la Corte de Bruselas sustentó su decisión. En segundo lugar, será necesario examinar el tema de la propiedad sobre los fondos peruanos que ya habían sido transferidos a Euroclear.

6.1. Ejecución de Fallos de Nueva York.

Tal como mencionamos anteriormente, Elliott presentó su solicitud de medida cautelar *ex parte* argumentando, en primer lugar, que la cláusula *pari passu* iba a ser violada por el Perú y, en segundo lugar, que había obtenido dos fallos judiciales a su favor de un juez de Nueva York⁽¹⁴⁵⁾. Respecto a este último argumento, pese a que el Fallo de Bruselas no deja completamente claro cuales son aquellos fallos judiciales a los que hace referencia, debe asumirse que dichos fallos son los expedidos por la Corte del Distrito Sur de Nueva York, con fecha 22

de junio de 2000⁽¹⁴⁶⁾, por los que se ordena finalmente al Perú pagar la suma de US\$55'660,831.56 y, más aún, se autoriza la ejecución de tal decisión “sobre propiedad que sea utilizada para actividad comercial en los Estados Unidos”⁽¹⁴⁷⁾.

Dado que la limitación señalada por la Corte para la ejecución de los mencionados fallos fue incluida expresamente en ambos documentos, Elliott solicitó la eliminación de tales limitaciones argumentando que, dado que el Banco de la Nación era considerado como un instrumento de un Estado soberano, los activos de su propiedad susceptibles de ser afectados por el fallo judicial no deberían estar sujetos a las mismas limitaciones aplicables para los activos de propiedad del propio Estado.

La Corte favoreció a Elliott en su reclamación, al preferir la lectura de la *US Foreign Sovereign Immunity Act* sugerida por el *Restatement (Third) of the US Foreign Relations Law*, la cual establece expresamente lo siguiente:

“Para los efectos de embargos y ejecuciones de sentencias, la *Foreign Sovereign Immunities Act* establece una clara distinción entre la propiedad de los Estados y la propiedad de sus instrumentos: (i) la propiedad de los Estados puede ser embargada sólo si la misma es utilizada o ha sido utilizada en actividad comercial; la propiedad de instrumentos de un Estado puede ser embargada sin ninguna de tales limitaciones, siempre y cuando el instrumento en cuestión se encuentre involucrado en actividad comercial en los Estados Unidos”⁽¹⁴⁸⁾.

Sin embargo, a pesar del diferente tratamiento identificado por la Corte para los casos de Estados soberanos y sus instrumentos o agencias, resulta importante notar para los efectos del presente trabajo que la ejecución de fallos contra Estados soberanos o sus instrumentos estará siempre limitada a recaer sobre propiedad ubicada en los Estados Unidos. Este hecho fue claramente resaltado por la Corte en su decisión, al mencionar expresamente que: “nadie disputa el hecho de que la excepción a la inmunidad contra embargos y ejecuciones prevista en la FSIA -sea para Estados soberanos o sus instrumentos-

(144) Ver GULATI y KLEE. Op. cit.; p. 638.

(145) Ver traducción libre del Fallo de Bruselas (supra nota 31. p. 2).

(146) Ver *Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación 2000 WL 1449862 (S.D.N.Y.)*. El 22 de junio de 2000, la Corte del Distrito Sur de Nueva York expidió dos fallos a favor de Elliott: uno contra el demandado Banco de la Nación por US\$24'725,391.41, y otro contra el Perú por US\$55'660,831.56.

(147) Ibid.

(148) Sección §460, cmt. b. del “Restatement (Third) of the Foreign Relations Law of the United States”.

se extiende, a lo sumo, hasta aquella propiedad ubicada en los Estados Unidos⁽¹⁴⁹⁾.

Así, apreciamos que la ejecución de ambos fallos del 2 de junio estuvo expresamente limitada a recaer sobre propiedad del Perú o del Banco de la Nación ubicada en los Estados Unidos. En consecuencia, todos los intentos de Elliott por ejecutar tales fallos sobre propiedad ubicada fuera de las fronteras estadounidenses contravenían flagrantemente la orden dictada por la Corte neoyorquina. El Perú tomó conciencia de este hecho y adoptó las acciones legales pertinentes -tanto en Nueva York como en Bruselas- para tratar de bloquear el accionar de Elliott⁽¹⁵⁰⁾. Sin embargo, antes de que tales acciones fueran resueltas, la Corte de Bruselas expidió el fallo materia de análisis, concediendo la medida cautelar solicitada *ex parte* por Elliott. La referida Corte nunca prestó atención a la limitación incluida explícitamente en los fallos de la Corte neoyorquina. Peor aún, concluyó expresamente que tales fallos eran totalmente ejecutables, sin hacer mención alguna a la referida limitación.

Paradójicamente, poco tiempo después de que Elliott y el Perú transaran sus divergencias, el tema traído a colación en el presente numeral fue evaluado y decidido por una Corte de Nueva York. Así, en una opinión expedida sobre un pedido que Elliott había presentado en agosto de 2000, la Corte neoyorquina rechazó los argumentos de Elliott respecto a su alegada capacidad para ejecutar los fallos del 22 de junio en jurisdicción extranjera⁽¹⁵¹⁾.

6.2. La Propiedad sobre los Fondos transferidos a Euroclear.

El segundo tema sustantivo que merece ser traído a colación es el relacionado a la titularidad sobre los fondos que iban a ser transferidos o que habían sido ya transferidos de las cuentas peruanas a las de Euroclear para el pago de los intereses correspondientes a los bonos Brady. Como mencionamos anteriormente, el fallo de Bruselas ordenó expresamente a Euroclear (a través de su

operador Morgan) que instruya a todos sus bancos corresponsales para que no acrediten en sus cuentas ninguna suma de dinero proveniente de cuentas del Estado peruano y, en caso dichos fondos ya hubieren sido recibidos, le prohibió entregar los mismos a los tenedores de bonos Brady peruanos⁽¹⁵²⁾.

Lo que esta orden parecería sugerir es que los fondos objeto de la medida cautelar eran propiedad del Estado peruano en todo momento, no sólo antes de ser acreditadas las transferencias en las cuentas de Euroclear o de sus bancos corresponsales, sino también luego de que las transferencias ya hubieran sido completadas. Aparentemente, la Corte de Bruselas siguió la misma interpretación adoptada por la Corte neoyorquina al resolver el tema relativo al Chase. Como mencionamos precedentemente, esta Corte concluyó que el Chase, en su capacidad de agente fiscal neoyorquino para los bonos Brady, actuaba como un agente del deudor (Perú) y que, por lo tanto, todos los fondos recibidos por el Chase actuando en tal capacidad eran aún propiedad del Perú. Sin embargo, ¿era Euroclear un agente del Perú? ¿Es posible sostener validamente que los fondos ya depositados en cuentas de Euroclear (o de sus bancos corresponsales) eran aún propiedad del Perú?

Las respuestas a las interrogantes antes formuladas son de la mayor importancia, dado que si se determina que la transferencia de propiedad sobre los referidos fondos operó cuando los mismos fueron acreditados en las cuentas de Euroclear, entonces la orden dictada por la Corte de Bruselas habría estado afectando propiedad de terceras personas. Este es un tema que merece un análisis cuidadoso y un detallado estudio de las reglas aplicables a los sistemas de pagos, con especial énfasis en las reglas aplicables a Euroclear. Pese a resultar de sumo interés, el estudio de esta materia escapa al enfoque del presente trabajo, por lo que las preguntas antes mencionadas serán dejada abiertas para mayor discusión en otra oportunidad⁽¹⁵³⁾.

(149) Ver 28 U.S.C. §§1610(a), (b): *Richmark Corp. v. Timber Falls Consultants*, 959 F.2d 1468, 1477 (9th Cir. 1992), *cer. Dismissed*, 506 U.S. 948 (1992); *Fidelity Partners v. Philippine Export & Foreign Loan Gar. Corp.*, 921 F. Supp. 1113, 1119 (S.D.N.Y. 1996).

(150) Ver *Memorandum Cymrot*. Op. cit.; pp. 6-7.

(151) *Ibid.*; p. 7.

(152) Ver traducción libre del Fallo de Bruselas. *Supra* nota 31. p. 4.

(153) A manera referencial, es interesante ver que la regulación peruana aplicable a las instituciones de compensación y liquidación de valores ya ha dejado zanjada la discusión propuesta. Así, apreciamos que la Quinta Disposición Transitoria y Final del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo No. 862) establece expresamente que

7. Conclusión.

Se ha sostenido con insistencia que el Fallo de Bruselas representa una seria amenaza para la estabilidad de los mercados financieros internacionales, no sólo en el ámbito del financiamiento soberano sino también en el del mercado internacional de bonos corporativos. Se argumenta que, sobre la base del antes indicado fallo, los acreedores estarán más proclives a rechazar propuestas de reestructuración de deudas internacionales y optar por no alinearse frente a ofertas de intercambio. Sin embargo, tras analizar los hechos y argumentos explicados precedentemente, la principal conclusión que fluye de todo ello es que la repercusión e influencia del Fallo de Bruselas en el mundo del financiamiento internacional no debería ser de gran magnitud.

En primer término, consideramos bastante improbable que algún tribunal en el mundo tome el Fallo de Bruselas como fuente de inspiración para sostener que la cláusula *pari passu* equivale a una regla prorata. Como hemos explicado, la indicada decisión no representa una conclusión legal definitiva y final, menos una decisión sobre el fondo, y justamente por ello no es vinculante para otras cortes belgas. Siendo así, resulta bastante remoto pensar que alguna corte neoyorquina o inglesa (o cualquier otra) pudiera tomar el referido fallo como precedente.

Quizás el verdadero problema causado por el Fallo de Bruselas es la introducción de una indeseable cuota de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. A pesar de todas sus inconsistencias sustantivas y -desde un punto de vista formal- su carencia de fuerza vinculante, esta decisión representa el primer reconocimiento legal, en el contexto de deuda soberana, de que la cláusula *pari passu* confiere a la parte beneficiaria de la misma el derecho a ser pagada a prorata conjuntamente con el resto de acreedores comprendidos por dicha cláusula. Por ello, aún cuando los argumentos de fondo que hemos desarrollado en el presente trabajo gocen de gran solidez, el hecho real es que existe actualmente una corte en Bélgica que ha decidido lo contrario. Pero lo que este fallo ha realmente probado al mercado financiero internacional no es que haya

existido una equivocación generalizada respecto al verdadero significado de la cláusula *pari passu*, sino que sus principales actores nunca habían coincidido en una interpretación uniforme de la mencionada cláusula que nos pueda permitir calificarla como un *term of art*. Lo que este fallo ha puesto al descubierto es una evidente discrepancia general en relación al significado de la mencionada cláusula. Pero más importante aún, esta decisión ha demostrado que tal discrepancia inevitablemente genera una incertidumbre tal, que sus efectos prácticos pueden resultar siendo extremadamente peligrosos para los tomadores de deuda soberana.

La discrepancia entre académicos respecto al significado del término en cuestión salió a la luz pública mucho antes del inicio del caso Elliott. Sin embargo, ni los estudiosos del tema ni los participantes directos en el mercado financiero internacional hicieron demasiado esfuerzo para tratar de resolver la mencionada controversia. De hecho, parecería que nunca existió un incentivo importante para alcanzar una conclusión sobre este punto, dado que nadie podría haber anticipado el papel que dicha cláusula eventualmente jugaría en la solución de una disputa sobre deuda soberana. Probablemente se pensó que la incertidumbre sobre este particular aspecto sería inofensiva, puesto que existía la creencia extendida de que el incumplimiento con la cláusula *pari passu* nunca permitiría a la parte perjudicada iniciar una acción directa. Esto era simplemente visto como el incumplimiento de una de las garantías o *covenants*, cuyo propósito principal era el de servir como evento de aceleración de plazos para el pago de la deuda.

Por ello, lo que el Fallo de Bruselas ciertamente demuestra es que la incertidumbre -respecto a los efectos atribuibles al incumplimiento de la indicada cláusula- puede llegar a tener serias consecuencias prácticas. Este fallo es el claro reflejo de que la incertidumbre puede llevarnos hacia un razonamiento errado y a un resultado poco deseado.

Hoy en día, tras el inesperado resultado del Caso Elliott, los principales partícipes del mercado financiero internacional son concientes de que la falta de claridad en la interpretación de una de sus estipulaciones contractuales deja abierta la posibilidad de que alguna Corte opte por una interpretación

"durante el proceso de compensación y liquidación de valores los recursos de propiedad de clientes y titulares que integren las cuentas bancarias de los participantes o de las instituciones de compensación y liquidación así como los valores involucrados durante el proceso, no podrán ser objeto de medida cautelar alguna".

contraria a sus intereses. Pese al convencimiento que pudieran tener respecto a la solidez de sus argumentos, tales partícipes saben ahora que existe en la práctica la posibilidad concreta de que cualquier otra Corte interprete erróneamente el significado de la cláusula *pari passu*.

Todo esto ha derivado en que las controversias judiciales sobre esta materia sean ahora menos predecibles en el contexto de las finanzas internacionales. Y como sabemos, esta impredecibilidad genera un incremento en el nivel de riesgo existente en los mercados financieros internacionales. Entonces, pese a que nadie debería dar por sentados los efectos derivados del Fallo de Bruselas (por no ser una decisión legal firme y definitiva), es evidente que la incertidumbre generada sí debe ser considerada como una nueva arma psicológica en el arsenal de tales acreedores no alineados. En tal sentido, será necesario adoptar las acciones que se requieran para eliminar -o por lo menos minimizar- el indicado riesgo, mediante la eliminación de la incertidumbre generada por el Fallo de Bruselas.

Por otro lado, han habido una serie de propuestas específicas para lidiar con el problema vinculado a la reestructuración de deuda soberana, tales como la introducción de cláusulas de acción colectiva en las nuevas emisiones de instrumentos de deuda soberana, la implementación de un sistema de congelamiento de obligaciones y pagos, e incluso la organización de un procedimiento de quiebra internacional para deudores soberanos. Todas estas propuestas han sido diseñadas sobre la premisa de que la reestructuración ordenada de deuda soberana resulta indispensable para el objetivo de alcanzar una estabilidad financiera global y, asimismo, todas ellas han identificado a los acreedores no alineados como la más peligrosa amenaza contra dicho objetivo y, por ende, como el más importante problema a ser resuelto.

Sin embargo, para dar fuerza a sus conclusiones, los defensores de tales propuestas no dudan en apuntar al caso Elliott como el principal ejemplo de lo que un acreedor no alineado puede lograr y de lo peligroso que puede resultar su actitud. El problema con esto radica en que esos mismos proponentes dan por sentada la validez del Fallo de Bruselas y generalizan sus efectos legales. Ellos asumen que el indicado fallo puede llegar a ser utilizado efectivamente por otros acreedores como un arma letal contra los procesos de reestructuración de

deuda soberana. Sin embargo, esta premisa -como señalamos precedentemente- resulta de validez bastante dudosa y realización improbable. Por ello, el presente trabajo debe ayudarnos a comprender que el resultado final del caso Elliott corresponde exclusivamente a una situación de hecho bastante particular. En consecuencia, la solución adoptada no debiera, bajo ninguna circunstancia, ser extendida a situaciones análogas o similares, ni mucho menos influenciar otras Cortes al momento en que tengan que adoptar una decisión sobre el fondo.

En consecuencia, si aceptamos -como venimos sosteniendo- que el Fallo de Bruselas no debe ser visto como un arma de importancia al alcance de los acreedores no alineados ¿será realista entonces argumentar que tales acreedores aún constituyen una amenaza cierta para los procesos de reestructuración de deuda soberana? Aunque sorprendente para algunos, la respuesta podría ser negativa. Si recordamos un poco de historia reciente, veremos que los acreedores no alineados nunca fueron reconocidos como una amenaza *per se* antes de la dación del Fallo de Bruselas. Dada su incapacidad para afectar o embargar activos del deudor soberano ubicados fuera de las fronteras estadounidenses, éstos nunca fueron considerados como realmente capaces de poner en riesgo alguna reestructuración de deuda soberana. Un ejemplo bastante ilustrativo de esta situación es el hecho de que las propuestas para diseñar procedimientos de quiebra de países han existido desde comienzos de la década del noventa, pero nunca llamaron la atención de académicos ni multilaterales hasta después del desenlace del caso Elliott en Bélgica. Entonces, si los deudores no alineados no representan una seria amenaza contra las reestructuraciones de deuda soberana, ¿Sería necesario implementar alguna de las propuestas referidas precedentemente? Aparentemente no, ya que si el peligro que tales propuestas debían combatir no representa más una amenaza, carecería de objeto implementar alguna de ellas, a menos -claro está- que existan otros objetivos que las mismas pretendan también alcanzar.

Sin perjuicio de lo antes mencionado, resulta válido argumentar que si bien el Fallo de Bruselas no podría ser usado directamente como un arma contra las reestructuraciones de deuda soberana, la incertidumbre que la mencionada decisión genera sí podría representar una amenaza digna de preocupación y, como tal, ser utilizada como

justificación para la implementación de alguna de las antes referidas propuestas. Sin embargo, bajo esta premisa, lo que correspondería ser analizado, entonces, sería si es que la eliminación de tal incertidumbre directamente desde su fuente no sería una solución más eficiente (en términos de costos) que el implementar alguna de las aludidas propuestas. Lo que los especialistas deberían preguntarse es que ocurriría si es que alguna corte inglesa o neoyorquina decidiera que el Fallo de Bruselas estuvo equivocado en su limitado análisis y que, por lo tanto, *pari passu* no equivale a decir *prorrata*. ¿Habría aún

la necesidad de implementar alguna de las indicadas propuestas? Evidentemente no. La respuesta sería afirmativa sólo en el supuesto de que tales propuestas tengan un propósito adicional o distinto a la eliminación del peligro representado por los acreedores no alineados. Por ello, quizá la conclusión más acertada sería que lo que los mercados financieros internacionales realmente necesitan con urgencia es definición. Y ello sólo podrá ser alcanzado en el momento en que alguna corte inglesa o neoyorquina adopte una decisión final y vinculante sobre el fondo de la materia discutida en el presente trabajo. PL