

11/2015

22 de enero de 2015

José M<sup>a</sup> López Jiménez\*

EL “IMPAGO SELECTIVO” DE DEUDA  
PÚBLICA ARGENTINA DE 2014: LOS  
SOBERANOS NO SON LO QUE ERAN

[Visitar la WEB](#)

[Recibir BOLETÍN ELECTRÓNICO](#)

## EL “IMPAGO SELECTIVO” DE DEUDA PÚBLICA ARGENTINA DE 2014: LOS SOBERANOS NO SON LO QUE ERAN

### Resumen:

Los Estados, por razones muy variadas, han ido dilapidando durante las últimas décadas su riqueza de recursos. Esta “desacralización del Estado” ha motivado que entes privados, carentes de cualquier atributo de soberanía, estén desafiando el monopolio estatal, como se aprecia en la controversia surgida entre Argentina y una parte minoritaria de sus acreedores, que se analiza en este artículo, o, más cerca de nosotros, en la enorme presión a la que fue sometida España en el verano de 2012 por los mercados financieros. Sin duda, estos problemas económicos pueden provocar tensiones en el seno de los Estados y afectar a su estabilidad política, e, incluso, propagarse como la pólvora a otros Estados.

### Abstract:

*States, for various reasons, have squandered over the last decades its wealth of resources. This “demystification of the State” has led to private entities, devoid of any attributes of sovereignty, to challenge the State’s monopoly, as seen in the dispute between Argentina and a minority of its creditors, which is discussed in this article, or, closer to us, in the huge pressure that was put on Spain in the Summer of 2012 by the financial markets. Undoubtedly, these economic problems can cause tensions and affect their political stability, and even spread like wildfire to other States.*

### Palabras clave:

Argentina; deuda pública; repudio; Juez Griesa; cláusula “pari passu”; “fondos buitres”.

### Keywords:

*Argentina; public debt; default; Judge Griesa; “pari passu” clause; “vulture funds”.*

**\*NOTA:** Las ideas contenidas en los **Documentos de Opinión** son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

## INTRODUCCIÓN Y CONSIDERACIONES GENERALES

La controversia que vamos a analizar en este artículo se enmarca en la más general de por qué razón los Estados han de recurrir a la financiación ajena procedente del exterior, suministrada bien por otros Estados o instituciones internacionales, bien por particulares (personas físicas y, sobre todo, entidades de variada naturaleza, como, por ejemplo, los fondos de pensiones, los fondos de inversión o los fondos soberanos).

Los Estados piden dinero prestado desde su misma génesis, ante la insuficiencia de los recursos generados internamente para el logro de sus fines, en una tendencia que no cesa<sup>1</sup>. La crisis financiera y económica iniciada en 2007 ha provocado, adicionalmente, una acumulación del “stock” de deuda pública en las naciones más desarrolladas, como resultado de los elevados déficit públicos alcanzados<sup>2</sup>.

La misma Organización de las Naciones Unidas ha alentado la elaboración, en 2012, de unas buenas prácticas —no vinculantes— relacionadas con la concesión de deuda soberana, bajo el título de “Principios Consolidados sobre Otorgamiento y Toma Responsables de Préstamos Soberanos”, en un proceso en el que han participado como observadores representantes del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y del Club de París. Los Principios alertan sobre las deudas que se adquieren “solo para cubrir grandes déficits presupuestarios crónicos”, ya que pueden erosionar la reputación crediticia del país deudor, perjudicar su capacidad para obtener préstamos en términos favorables en el futuro e imponer efectivamente cargas a las generaciones subsiguientes de ciudadanos, con el contundente corolario de que “tomar prestado con ese propósito, cuando no está justificado en una emergencia nacional, podría entonces ser inconsistente con una política económica sostenible”<sup>3</sup>.

Por lo general, los Estados (al igual que la mayoría de los deudores) suelen cumplir sus compromisos y devuelven a los inversores tanto el capital recibido como los intereses correspondientes. Para la revista “The Economist”, “La deferencia con la que la mayoría de los Estados prestatarios tratan a sus acreedores es uno de los misterios de la economía”, ya

---

<sup>1</sup> LÓPEZ JIMÉNEZ, José María y CORONAS VALLE, Daniel, “Fondos soberanos: entre la necesidad y la razón de Estado”, Documento de Opinión 35/2013 (16-4-2013), Instituto Español de Estudios Estratégicos (IEEE), pág. 8, disponible en [http://www.ieeee.es/Galerias/fichero/docs\\_opinion/2013/DIEEEO352013\\_FondosSoberanos\\_LopezJimenezCoronasValle.pdf](http://www.ieeee.es/Galerias/fichero/docs_opinion/2013/DIEEEO352013_FondosSoberanos_LopezJimenezCoronasValle.pdf) (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>2</sup> BANCO DE ESPAÑA, “La evolución de la deuda pública en España en 2013”, en *Boletín Económico*, junio de 2014, pág. 61, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307-art3.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>3</sup> NACIONES UNIDAS, “Principios Consolidados sobre Otorgamiento y Toma Responsables de Préstamos Soberanos” (10-1-2012), pág. 13, disponible en [http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/Principles%20drafts/SLB\\_Principles\\_Spanish\\_Doha\\_22-04-2012.pdf](http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/Principles%20drafts/SLB_Principles_Spanish_Doha_22-04-2012.pdf) (fecha de la consulta 2.11.2014).

que, a diferencia de los individuos o compañías, los países no pueden ser forzados a cumplir con sus obligaciones<sup>4</sup>.

Sin embargo, hay ocasiones en las que surgen complicaciones que dificultan que se dé la debida satisfacción a los acreedores de los soberanos. Se trata del conocido como “impago de la deuda soberana”, comúnmente denominado con el anglicismo “default”, a pesar de que en castellano contamos con el vocablo “repudio”<sup>5</sup>.

Entre 1340 y 2011 se han contabilizado unas 260 situaciones de impago de deuda soberana, de las que la mitad se concentran en los siglos XIX y XX, especialmente en la segunda mitad de este último. En perspectiva histórica, España encabeza la clasificación de los Estados incumplidores, con catorce impagos comprendidos entre los años 1557 y 1882. Argentina, por su parte, ha incurrido en impago, sin incluir la extraña situación en la que se encuentra desde verano de 2014, que comentaremos enseguida, en siete ocasiones (1827, 1890, 1951, 1956, 1982, 1989, y 2001)<sup>6</sup>.

En los ordenamientos jurídicos de los distintos países existen normas que regulan la quiebra de las empresas (más excepcionalmente, de los particulares), lo que permite que cuando una de ellas no puede pagar todas sus deudas se arbitran procedimientos para tratar de reestructurar la deuda (condonaciones, ampliaciones de plazo para el pago, incorporación de fiadores, etcétera) o para proceder, ante su absoluta inviabilidad, a la liquidación

---

<sup>4</sup> El artículo de “The Economist” se titula “An illusory haven” (20-4-2013), y se cita en DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José Manuel, “Deuda pública y crecimiento económico: una relación llena de dudas”, *Extoikos*, núm. 11, 2013, pág. 46, disponible en <http://www.extoikos.es/n11/pdf/6.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>5</sup> DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José Manuel y LÓPEZ DEL PASO, Rafael, “Situaciones de impago de deuda soberana”, *Extoikos*, núm. 4, 2011, pág. 147, disponible en <http://www.extoikos.es/n4/pdf/24.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

A lo largo del siglo XX se ha ido forjando el concepto de “deuda odiosa” (“odious debt”), que pretende justificar, bajo determinadas circunstancias, el impago de la deuda pública en perjuicio de sus acreedores. Según SHILLER, Robert, *Las finanzas en una sociedad justa. Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo*, Ediciones Deusto, 2012, pág. 259, si un país con un gobierno dictatorial toma dinero a préstamo sin ningún consentimiento implícito de sus ciudadanos y no lo emplea para el beneficio de estos, entonces un gobierno posterior puede desautorizar esta deuda como fraudulenta y no vinculante para el nuevo gobierno. No existe un cuerpo normativo internacional que defina de una manera ordenada qué deuda ha de considerarse odiosa, concluye.

La situación varía cuando la deuda pública se suscribe no por otros Estados sino por particulares. HOWSE, Robert, en “The Concept of Odious Debt in Public International Law”, *discussion paper*, No 185, United Nations, July 2007, pág. 6, disponible en [http://unctad.org/en/docs/osgdp20074\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/osgdp20074_en.pdf) (fecha de la consulta 2.11.2014), refiere la doctrina enunciada por Sornarajah (2004), según la cual no hay evidencia jurídica que establezca la inviolabilidad de dichos contratos privados. Ciertamente, en algunas circunstancias, el repudio de un contrato con un inversor extranjero podría violar la costumbre internacional de proporcionarles un trato justo y equitativo, pero, en última instancia, habría que atender a nociones de justicia y equidad para sopesar la procedencia del repudio por ser la deuda odiosa.

<sup>6</sup> DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José Manuel y LÓPEZ DEL PASO, Rafael, “Situaciones de impago de deuda soberana”, op. cit., págs. 147, 150 y 151; ROGOFF, Kenneth, “Una lágrima por Argentina”, *El País (Negocios)* (10-8-2014), pág. 3 [disponible en [http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407412534\\_375134.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/08/07/actualidad/1407412534_375134.html) (fecha de la consulta 2.11.2014)].

ordenada de los activos de su titularidad, para que el posible remanente que pudiera quedar sea repartido entre los acreedores. En ambos supuestos, la empresa y los acreedores tendrán que asumir sacrificios para compensar las malas decisiones adoptadas a la hora de pedir prestado o de prestar, respectivamente.

Aunque la lógica por la que se rigen los Estados puede guardar cierto parecido con la situación descrita, las reglas de juego cambian radicalmente cuando es una entidad de esta índole la que atraviesa las dificultades de pago a raíz de una crisis económica, de una catástrofe natural, del insostenible endeudamiento derivado de la financiación de guerras, etcétera.

En primer lugar, no existe una normativa internacional sobre “quiebras de Estados”, a pesar de los intentos —infructuosos hasta el momento— que últimamente despliegan algunas organizaciones internacionales, entre las que cabe destacar al Fondo Monetario Internacional<sup>7</sup>.

Esto es causa de que no haya dos situaciones idénticas, sino que a cada una de ellas, en función de sus características, se le aplique una receta distinta, dado el amplio margen de maniobra para entablar una negociación por los Estados y los tenedores de deuda pública. Una dificultad irresuelta, como veremos en el caso argentino, estriba en qué ocurre con los tenedores de deuda que no acceden a negociar (los llamados “holdout creditors”), que pueden retener facultades desproporcionadas en relación con el valor de su inversión y torpedear los acuerdos alcanzados por el país deudor con el resto de acreedores, en perjuicio de ambas partes.

En segundo lugar, el repudio de la deuda cuando el inversor es un ente privado extranjero choca de lleno con los clásicos principios de inmunidad soberana (de jurisdicción y de ejecución) consagrados jurisprudencialmente por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos en 1812, al resolver el asunto “The Schooner Exchange vs. McFaddon”<sup>8</sup>. La “Ley de Inmunidad de Soberanía Extranjera” norteamericana (“Foreign Sovereign Immunities Act” —FSIA—), de 1976, regula, como la normativa de otros Estados para cada jurisdicción, en consonancia con las normas de Derecho Internacional Público, estos criterios básicos, que mantienen su vigencia<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Su penúltimo intento fue en 2003, cuando propuso un “Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana” (“Sovereign Debt Restructuring Mechanism” —SDRM—), que no llegó a cuajar. En 2013 se ha reabierto el debate, sin avances significativos hasta la fecha.

<sup>8</sup> NEVE, Brett, “NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina: An Alternative to the Inadequate Remedies under the Foreign Sovereign Immunities Act”, *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 39 - Issue 2, Winter 2014, pág. 647, disponible en <http://www.law.unc.edu/journals/ncilj/issues/volume39/issue-2-winter-2014/nml-capital-ltd-v-republic-of-argentina-an-alternative-to-the-inadequate-remedies-under-the-foreign-sovereign-immunities-act/> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>9</sup> Un ejemplo de la aplicación en nuestro país de los principios de inmunidad soberana lo encontramos en la sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Social, de 25 de junio de 2012, en la que un trabajador despedido improcedentemente trató de hacer efectiva la condena a la Embajada en la que prestaba sus servicios con el embargo de sus cuentas bancarias, a lo que se opuso el Tribunal con este argumento: “Así pues, en el caso

Aunque los Estados sean, por tanto, “intocables”, especialmente en cuanto al ejercicio de sus competencias estrictamente soberanas (actos de “iure imperii”) y, en menor medida, comerciales (actos de “iure gestionis”), el tenedor de deuda no puede quedar desamparado, y se le debe procurar alguna vía de solución, sea negociada o de recurso a la autoridad judicial o arbitral pertinente.

Por último, el terreno en el que se desenvuelve este tipo de financiación aúna características políticas, con evidente impacto en la ciudadanía, y otras propias de los mercados financieros, por lo que la solución que se alcance, por los interesados directamente o con la intervención de terceros, debe ser equilibrada y tener en cuenta esta complejidad y riqueza de enfoques. Al Estado le corresponde, en teoría, velar por el interés general y por el bienestar de sus ciudadanos, y al inversor proteger el dinero que gestiona, que probablemente sea de terceros (accionistas e inversores), luego las posiciones no pueden estar más enfrentadas.

Esta atmósfera es propicia para que sean seguidas estrategias oportunistas. Un Estado con sus arcas tensionadas o vacías, cuando ha agotado el margen para recaudar a través de subidas de impuestos o para recortar gastos y no se espera una inminente recuperación económica sanadora, puede verse tentado a pasar la factura de su mala gestión a los titulares de la deuda pública, especialmente si son extranjeros, y “vender” ante los ciudadanos la capacidad estatal para resistir las embestidas de los “mercados de capitales”<sup>10</sup>.

A su vez, los gestores de los fondos de pensiones o de inversiones, por ejemplo, se pueden mostrar reacios a reconocer ante quienes les hayan confiado su dinero el fracaso de la inversión, por lo que pueden tratar de hacer recaer la culpa sobre los Estados receptores, a quienes tildarán de irresponsables, e iniciar litigios de dudoso éxito y gran complejidad, omitiendo la famosa regla de que a mayor rentabilidad esperada mayores serán los riesgos asumidos por los inversores.

Lo que no se debe perder de vista es que en la dinámica de unos Estados que recurren masivamente a los mercados de capitales para obtener financiación, los principales

---

ahora examinado, y conforme a la anterior doctrina, las cuentas corrientes de la titularidad de la Embajada de Chile que fueron embargadas no aparecen inequívocamente destinadas al desenvolvimiento de actividades económicas en que no esté empeñada su potestad soberana aunque eventualmente, además de para atender al funcionamiento de la actividad diplomática, fuesen también utilizadas para fines comerciales, y, por tanto, no puede calificarse de bienes embargables conforme a la interpretación que la práctica internacional contemporánea hace del art. 22.3 de la Convención de Viena”.

<sup>10</sup> Una posición crítica con relación, precisamente, a Argentina, la podemos leer en LACALLE, Daniel, “Lecciones del desastre argentino”, El Confidencial, blog “Lleno de Energía” (2-8-2014), disponible en [http://blogs.elconfidencial.com/economia/lleeno-de-energia/2014-08-02/lecciones-del-desastre-argentino\\_171508/](http://blogs.elconfidencial.com/economia/lleeno-de-energia/2014-08-02/lecciones-del-desastre-argentino_171508/) (fecha de la consulta 2.11.2014). Lacalle afirma que “El episodio del impago del Gobierno de Argentina es una anécdota, un subterfugio para apartar la vista de un problema mayor. Los políticos que han usado el populismo y el intervencionismo en ese gran país que es Argentina llevan a la nación de crisis en crisis e impago en impago a través de una política monetaria y estatal en la que van calentando la burbuja de una supuesta prosperidad inflacionista, hasta que estalla”.

interesados en mantener una reputación de “buenos pagadores” son los Estados mismos, pues la presión que ejercen los mercados sobre los “malos pagadores” conduce a una elevación de la rentabilidad exigida, que podría ser tan alta que impidiera a los Estados refinanciar la deuda contraída con anterioridad, o acceder, en un futuro y llegado el momento necesario y oportuno, a esta vía ágil de captación de dinero.

Un ejemplo cercano lo hallamos en España, cuando a mediados de 2012, ante la duda en los mercados de que nuestro país pudiera hacer frente a los compromisos adquiridos, en las vísperas de la petición de ayuda económica a sus socios europeos, que finalmente se cuantificó en 41.000 millones de euros, se disparó la prima de riesgo en relación con los bonos más seguros (los alemanes), lo que provocó que el Tesoro español tuviera que satisfacer a sus acreedores un recargo del 7%<sup>11</sup>. Curiosamente, cuando la deuda pública española ha alcanzado en 2014 el billón de euros (el 100% de su PIB) la prima de riesgo, alentada por un más favorable escenario institucional europeo y económico, ha caído hasta niveles asumibles (a finales de 2014, hacia el 1,30%), aunque los riesgos continúan siendo palpables<sup>12</sup>.

La crisis de la deuda pública argentina de 2014 ha mostrado cómo el comportamiento oportunista de algunos tenedores de deuda (los conocidos como “fondos buitres”) ha puesto en jaque a este país, al ser acogidas sus pretensiones por los tribunales de los Estados Unidos, incluido su Tribunal Supremo.

Los efectos de la controversia van mucho más lejos de lo que son las relaciones entre Argentina y los acreedores, pues la doctrina de los tribunales norteamericanos podría tener capacidad para derribar el delicado equilibrio sobre el que ha descansado, en los últimos siglos, la relación entre los Estados y sus acreedores, y hasta para privar a los Estados de algunos de sus clásicos privilegios, para hacerles comparecer, casi desnudos, en pie de igualdad, con entidades o ciudadanos “plebeyos”.

Lo relevante es que, como hemos señalado, de las aproximadamente 260 situaciones de repudio de deuda soberana registradas desde 1340, no hay una sola que reúna los

---

<sup>11</sup> El valor de la prima de riesgo “responde, en ausencia de tensiones en los mercados, al nivel de percepción del riesgo —fundamentalmente de crédito y de liquidez—, al efecto precio asociado a la incertidumbre y al grado de tolerancia al riesgo mostrado por los inversores” (DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José Manuel y LÓPEZ DEL PASO, Rafael, “Interrogantes en torno a la deuda pública española: ¿hechos contrastados o creencias infundadas?”, *Extoikos*, núm. 10, 2013, pág. 41, disponible en <http://www.extoikos.es/n10/pdf/8.pdf> -fecha de la consulta 2.11.2014-).

<sup>12</sup> No es de extrañar, por ende, que en la “Estrategia de Seguridad Nacional” de nuestro país se aluda, entre otros, a los riesgos económicos, que han impactado con fuerza y desgastado las reservas económicas existentes, dejando debilitados y desgarnecidos ciertos flancos: “Los riesgos de carácter económico se han evidenciado con singular trascendencia en los últimos años, tras la aparición de esta profunda crisis, que ha reducido la resiliencia económica de España. En consecuencia, la economía española y el propio bienestar social se han visto afectados” [GOBIERNO DE ESPAÑA, “Estrategia de Seguridad Nacional (Un proyecto compartido)”, mayo de 2013, pág. 29. Disponible en [http://www.lamoncloa.gob.es/documents/seguridad\\_1406connavegacionfinalaccesiblebpdf.pdf](http://www.lamoncloa.gob.es/documents/seguridad_1406connavegacionfinalaccesiblebpdf.pdf) -fecha de la consulta 2.11.2014-].

caracteres de la crisis argentina de 2014, que representa un caso único, y a la que se ha llegado a calificar como “Griesafault” o “moratoria a la Griesa”<sup>13</sup>, en alusión al juez federal de Nueva York que, con sus pronunciamientos, ha llevado la controversia al punto en el que se encuentra.

Sorprendentemente, tras este litigio late la interpretación y alcance que se da a una concisa cláusula contenida en las condiciones de emisión de deuda soberana llamada “pari passu”, de todo lo cual damos cuenta a continuación.

## EL CASO DE LA REPÚBLICA DE ARGENTINA Y NML CAPITAL

En década de los años 90 del siglo XX Argentina emitió bonos para financiarse en los mercados de capitales internacionales. En 2001 no le fue posible continuar cumpliendo sus compromisos, por lo que se declaró en suspensión de pagos. Se trató, en ese momento, de la mayor situación de impago de deuda soberana de la historia, por un importe de 95.000 millones de dólares<sup>14</sup>. Pasado el tiempo, solo el impago de la deuda pública griega de 2012, con todas sus particularidades, fue capaz de superarlo<sup>15</sup>.

Argentina reestructuró la deuda impagada en dos ocasiones, en 2005 y en 2010. Una parte muy sustancial de los acreedores, el 93%, aceptó el canje de los títulos originariamente suscritos por otros. El valor de los nuevos títulos fue muy inferior al de los emitidos en un principio, es decir, los tenedores tuvieron que aceptar quitas sustanciales (del 65%)<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Este concepto ha sido acuñado por STIGLITZ, Joseph E. y GUZMÁN, Martín, “La moratoria `a la Griesa’ de Argentina”, El País (Negocios) (24-8-2014), pág. 14. Disponible en [http://economia.elpais.com/economia/2014/08/22/actualidad/1408732136\\_001362.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/08/22/actualidad/1408732136_001362.html) (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>14</sup> ZAMOUR, Romain, “NML v. Argentina and the Ratable Payment Interpretation of the Pari Passu Clause”, The Yale Journal of International Law Online, Volume 38, Spring 2013, pág. 55, disponible en <http://www.yjil.org/online/volume-38-spring-2013/nml-v-argentina-and-the-ratable-payment-interpretation-of-the-pari-passu-clause> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>15</sup> En marzo de 2012, cerca del 97% de los titulares de deuda griega, por valor de unos 197.000 millones de euros (unos 256.000 millones de dólares), sufrieron una quita del 53,5% del nominal de los bonos (75% sobre el valor real) (NELSON, Rebecca, “Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress”, Congressional Research Service, October 28, 2013, pág. 17, disponible en <http://fas.org/spp/crs/misc/R41838.pdf> -fecha de la consulta 2.11.2014-).

En FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”, April 26, 2013, pág. 6 (disponible en <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>, fecha de la consulta 2.11.2014) también se alude a la reestructuración de deuda soberana griega de 2012, la mayor en la historia, sobre la misma cantidad citada en el párrafo anterior pero expresada en euros: una emisión por importe total aproximado de unos 205.000 millones de euros.

En cualquier caso, las implicaciones de una reestructuración de deuda soberana en el seno de uniones monetarias, como es la Eurozona, presentan importantes particularidades, bien reflejadas en la “tragedia griega”, en las que ahora no nos podemos detener.

<sup>16</sup> WHARTON UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA, “Un nuevo default acecha a la Argentina”, Finanzas e Inversión (25-6-2014), disponible en <http://www.knowledgeatwharton.com.es/article/un-nuevo-default-acecha-la-argentina/> (fecha de la consulta 2.11.2014).

Sin embargo, no hay que equiparar automáticamente las quitas con la atribución de pérdidas a los acreedores, pues la rentabilidad de algunas de las series de deuda emitida osciló previamente entre el 9,75% y el 15,5%, lo que muestra que la forma de compensar el mayor riesgo de impago fue con una rentabilidad elevada, que conduciría a la recuperación de la inversión, vía pago de intereses, en un plazo aproximado de 10 o 6 años, respectivamente<sup>17</sup>.

A pesar de todo, algunos acreedores decidieron no acudir a ninguno de los canjes, quedando en un limbo, dada la abierta manifestación gubernamental de que solo se les pagaría en idénticas condiciones que a los acreedores que sí se habían sentado a negociar. Algunos de estos titulares de bonos no canjeados (“holdout creditors”) los transmitieron más adelante en los mercados secundarios<sup>18</sup>, a muy bajo precio, a los conocidos como “fondos buitres” (de entre los que destaca NML Capital), los cuales tomaron entonces un camino de litigación y de presión, de todas las formas posibles<sup>19</sup>, para recuperar de Argentina, sin merma, la inversión inicial y todos los intereses devengados y no satisfechos.

Stiglitz y Guzmán argumentan que «el negocio de los buitres se hizo posible, en parte, por el litigio sobre la llamada defensa Champerty, que se basa en una doctrina británica del derecho consuetudinario de larga data, misma que más tarde fue adoptada por las legislaturas estatales de Estados Unidos; esta doctrina prohíbe la compra de una deuda con

---

<sup>17</sup> LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, “Un caso concreto de impago de deuda soberana: la retención en Ghana de una fragata argentina a petición de un fondo de inversión norteamericano”, *Extoikos*, núm. 9, 2013, pág. 24, disponible en <http://www.extoikos.es/n9/pdf/4.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>18</sup> La posibilidad general de transmitir las deudas dinerarias de un acreedor a otro, lo que se acomete en los mercados secundarios, a diferencia de los primarios o de emisión, que ligan exclusivamente al emisor del título y a su inicial adquirente, ha sido analizada por GRAEBER, David, *Debt. The first 5,000 years*, Melville House, October 2012, pág. 13. En su opinión, la deuda es simple, fría e impersonal, lo que, en contrapartida, la convierte en transferible. Si alguien debe un favor a otra persona, se lo debe a esa persona específicamente. Pero si alguien debe, por ejemplo, 40.000 dólares al 12% de interés, realmente no importa quién sea el acreedor, ni hay que pensar mucho acerca de lo que espera cada una de las partes de la otra: solo hay que calcular el principal, los balances, las penalizaciones y el tipo de interés.

Según SKIDELSKY, Robert, “La economía moral de la deuda” (21-10-2014), Project Syndicate, disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/creditor-debtor-battle-supply-and-demand-by-robert-skidelsky-2014-10/spanish> (fecha de la consulta 2.11.2014), «las instituciones financieras que dudan de la capacidad de sus prestatarios para saldar sus deudas venden la deuda a terceros [en los mercados secundarios] a precios bajísimos, muchas veces de hasta cinco centavos por dólar. Los compradores luego intentan ganar dinero rescatando parte o la totalidad de la deuda de los prestatarios».

<sup>19</sup> Esta estrategia de “acoso legal”, ha obligado a Argentina a litigar en los tribunales de Francia, Estados Unidos, Bélgica y Suiza para evitar que los “fondos buitres” se apoderasen de las cuentas bancarias diplomáticas y militares y de otros bienes protegidos por el Derecho Internacional, tales como las reservas del Banco Central de Argentina en la Reserva Federal de Nueva York, por ejemplo, o incluso de un satélite radicado en California, en el marco de un proyecto desarrollado con la NASA [EMBAJADA DE ARGENTINA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, “10 reasons why NML v. Argentina matters” (sin fechar), disponible en <http://embassyofargentina.us/embassyofargentina.us/argentinamonthly/10reasonswhynmlvargentinamatters.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014)].

Entre otras acciones de los “holdout creditors”, más bien simbólicas y de hostigamiento que realmente efectivas, una de las más sonadas fue la retención en un puerto de Ghana, en octubre de 2012, de la fragata de guerra argentina ARA Libertad, que fue liberada tras un pronunciamiento del Tribunal Internacional del Derecho del Mar, con sede en Hamburgo, de 15 de diciembre de 2012.

la intención de presentar una demanda»; dicha doctrina fue suprimida por la legislatura de Nueva York en 2004, con relación a la compra de deudas superiores a los 500.000 dólares<sup>20</sup>. Esto es, siendo, a su modo de ver, ilegítima la adquisición de los bonos, también lo sería la acción posterior emprendida por los “holdout creditors”.

Por tanto, NML Capital, que invirtió, en 2008, 48 millones de dólares en bonos argentinos impagados, habría de cobrar, gracias al fallo judicial de los tribunales norteamericanos, 832 millones de dólares (una ganancia del 1.600%)<sup>21</sup>, y esto sin contar con el posible efecto llamada sobre otros “holdout creditors” que no han emprendido aún acciones judiciales y respecto a los “acreedores cooperativos” que sí reestructuraron su deuda en 2005 y 2010 y se podrían replantear si hicieron lo correcto.

Si las emisiones de bonos se hubieran regido por la legislación argentina y sus tribunales hubieran resultado competentes<sup>22</sup>, el margen para imponer una solución a todos los acreedores sin excepción hubiera sido mucho mayor, pero los bonos se regían por la legislación de los Estados Unidos, por lo que sus tribunales resultaban competentes para resolver los litigios entre el Estado emisor y los inversores. Que la ley reguladora fuera foránea no es infrecuente, pues la deuda de los países emergentes suele denominarse en divisas extranjeras como el dólar o el euro (en cambio, las emisiones de los países más consolidados son en su propia divisa, lo que facilita su gestión y limita las facultades de los inversores)<sup>23</sup>.

En este punto de la historia comenzó el calvario judicial para Argentina. En 2011, un grupo de tenedores de deuda no canjeada, encabezados por NML Capital, demandaron a Argentina, conforme a lo previsto en las condiciones de emisión de los bonos, ante los tribunales de Nueva York, reclamando una cantidad total aproximada de 1.600 millones de dólares. El fundamento de la demanda fue la infracción de la cláusula “pari passu”, con la petición de que fuera dispensado un mismo tratamiento a todos los acreedores, hubieran accedido o no a las dos tandas de reestructuración de deuda.

Es llamativo que esta disputa, que puede cambiar radicalmente el modo en el que se resolverán en el porvenir las diferencias entre los Estados deudores y sus acreedores privados foráneos, gravita en torno a esta cláusula (“pari passu”) contenida en las condiciones de emisión de la deuda argentina (y, en términos generales, con poca variación, en la de muchos otros países)<sup>24</sup>:

<sup>20</sup> STIGLITZ, Joseph E. y GUZMÁN, Martín, “Despigar a los buitres”, Project Syndicate (1-10-2014), disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-on-the-efforts-to-remove-new-legal-obstacles-to-sovereign-debt-restructuring-2014-10/spanish> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>21</sup> STIGLITZ, Joseph E. y GUZMÁN, Martín, “La moratoria `a la Griesa´ de Argentina”, op. cit.

<sup>22</sup> Postura defendida por Rogoff, op. cit.: «En vista de las complicaciones recurrentes para la resolución de contratos de deuda soberana en tribunales extranjeros y de la incapacidad del mundo para organizar un procedimiento fiable y justo en los casos de quiebras extranjeras, tal vez la mejor idea sea la de orientar la mayor parte de las corrientes internacionales de deuda hacia los tribunales de los países deudores».

<sup>23</sup> NELSON, Rebecca, op. cit., pág. 7.

<sup>24</sup> ZAMOUR, Romain, op. cit., pág. 57.

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

Los principales hitos del proceso judicial<sup>25</sup> han sido los siguientes:

- Diciembre de 2011: El juez Griesa dictamina a favor de los fondos demandantes, por estimar que Argentina infringió la cláusula “pari passu” en su detrimento.
- Febrero de 2012: Se requiere a Argentina para que, a la vez o antes de que se realice un nuevo pago a los acreedores con bonos canjeados, se pague a los demandantes, impidiendo a cualquier tercero realizar pagos por cuenta de Argentina a los titulares de los bonos canjeados sin antes pagar a los “holdout creditors”.
- Octubre de 2012: Se resuelve por el tribunal superior el recurso presentado por Argentina frente a la resolución de febrero de 2012, la cual se confirma, aunque se insta una mayor clarificación de sus términos.
- Noviembre de 2012: El juez Griesa aclara que el pago a los demandantes, anterior o coetáneo al siguiente abono a los tenedores de deuda canjeada, debe ser de la totalidad de los 1.600 millones de dólares reclamados.
- Febrero-abril de 2013: Argentina es obligada a presentar un plan de pagos para satisfacer a los demandantes, y formula un plan esencialmente similar al de los tenedores de deuda canjeada, que es rechazado tanto por estos como por el tribunal norteamericano.
- Junio de 2013: Argentina recurre la decisión de octubre de 2012 ante el Tribunal Supremo de los Estados Unidos.
- Junio de 2014: El Tribunal Supremo rechaza entrar en el análisis de los argumentos de Argentina, por lo que lo decidido por los tribunales inferiores adquiere firmeza<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> Para trazar este resumen de la trayectoria judicial de la controversia, seguimos a FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective. Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, October 2014, págs. 8 y 9, disponible en <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>26</sup> SUPREME COURT OF THE UNITED STATES, “Republic of Argentina v. NML Capital Ltd.”, June 16, 2014.

- Junio de 2014: El Juez Griesa nombra un árbitro para que las partes alcancen una solución negociada, la cual no se consigue. El pago de intereses correspondiente al primer semestre del año se transfiere el 30 de junio a los acreedores con bonos canjeados, pero el pago de intereses del segundo semestre, previsto para ser ejecutado el 30 de julio, no llegará a producirse.
- Septiembre de 2014: Argentina adopta medidas legislativas para modificar la ley reguladora y el lugar de pago de los bonos canjeados en 2005 y 2010.

A mediados de 2014 Argentina depositó 539 millones de dólares en el “Bank of New York Mellon”, entidad encargada de procesar el pago de los intereses de la deuda a los acreedores con bonos reestructurados, pero este banco no pudo transferir los fondos a los acreedores en virtud de lo decidido por el juez Griesa. Es la primera vez en la Historia que un país que está dispuesto y tiene la capacidad para pagar a sus acreedores no puede hacerlo porque un juez (extranjero además) se lo impide<sup>27</sup>, por lo que es discutible que nos hallemos ante un impago al uso.

En condiciones normales, este caso sin antecedentes hubiera supuesto un auténtico “default” de Argentina, con un abrupto empeoramiento de sus indicadores económicos, pero las singularidades también han tenido impacto en cómo ha sido calificada inicialmente la situación. La agencia de calificación crediticia Standard & Poor’s la ha tildado de “impago selectivo” (“selective default”), sin que ello haya implicado un empeoramiento de los costos del endeudamiento argentino, que, contrariamente, fueron más bajos a finales de julio de 2014 que la media del año<sup>28</sup>.

No obstante, según la propia entidad Standard & Poor’s, el país con mayor perfil de riesgo de impago de su deuda pública en 2014 es Argentina, seguido, por este orden, de mayor a menor riesgo, por Venezuela, Ucrania, Pakistán y Grecia<sup>29</sup>.

En el centro de la polémica se sitúa la interpretación de la cláusula “pari passu” del juez Griesa, por el impacto que las decisiones de los tribunales norteamericanos, de los de Nueva York en especial, pueden tener en otros procesos de reestructuración de deuda soberana. El 48% del stock de los bonos soberanos en circulación se rige por las leyes de Nueva York (y el 40% por las de Inglaterra)<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> STIGLITZ, Joseph E. y GUZMÁN, Martín, “La moratoria `a la Griesa’ de Argentina”, op. cit.

<sup>28</sup> STIGLITZ, Joseph E. y GUZMÁN, Martín, “La moratoria `a la Griesa’ de Argentina”, op. cit.

<sup>29</sup> Este “top ten” está ocupado, en los puestos sexto a décimo, por Chipre, El Salvador, Líbano, Iraq y Egipto. En cambio, los Estados con emisiones de deuda soberana menos arriesgadas son, por este orden de menor a mayor riesgo, los siguientes: Noruega, Suecia, Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Dinamarca, Finlandia, Austria, Holanda y Suiza. Véase S&P CAPITAL IQ (MCGRAW HILL FINANCIAL), “Global Sovereign Debt. A Market Driven Perspective”, 2nd Quarter, 2014, págs. 6 y 9, disponible en <http://www.cmavision.com/our-thinking/resources-ideas/Global%20Sov%20Report%20Q2%202014.pdf> (fecha de la consulta 2.11.2014).

<sup>30</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, op. cit., pág. 6.

En concreto, según los tribunales norteamericanos, acreditada la infracción de la cláusula “pari passu” por Argentina, se prohibió el pago de cualquier cantidad a los acreedores de deuda canjeada a menos que se pagara a los demandantes conforme a una “base tasable” (“on a ratable basis”). El concepto de “tasable” (“ratable”), oscuro de por sí, hubo de ser aclarado judicialmente: en el siguiente pago efectuado a los bonistas que habían negociado años atrás se debía pagar a los “holdout” todas las sumas debidas en concepto de capital e intereses<sup>31</sup>, esto es, los 1.600 millones de dólares a los que ya hemos aludido.

Esta interpretación violenta las dos acepciones más consolidadas de la cláusula “pari passu” en el contexto de la deuda soberana: bien el establecimiento de la prioridad de unos acreedores sobre otros, bien que el deudor soberano debe pagar a todos sus acreedores en igualdad de condiciones, a prorrata<sup>32</sup>.

Algunos Estados como Brasil, Francia o Méjico comparecieron en el proceso judicial ante el Tribunal Supremo norteamericano, a través de la institución conocida como “amicus curiae”, para presentar informes en apoyo de Argentina, advirtiendo de las consecuencias negativas que la estimación de la demanda podría tener para los procesos de reestructuración de deuda soberana. Los mismos Estados Unidos, en etapas anteriores del proceso judicial, mostraron su preocupación acerca de que la interpretación de los tribunales de Nueva York de la cláusula “pari passu” pudiera ser contraria a la consolidada en el mercado, y por la posible inhabilitación de los esfuerzos de los Estados Unidos para promover las salidas ordenadas de las crisis de deuda soberana<sup>33</sup>.

Además de por lo anterior, Argentina ha tenido poco espacio para dar una respuesta adecuada por otras razones. La inclusión en los bonos estructurados de la cláusula “RUFO” (“Rights Upon Future Offers”), vigente hasta el 31 de diciembre de 2014, hubiera provocado que las condiciones del pago hecho, en su caso, a los acreedores disidentes se hubieran debido hacer extensibles a la totalidad de los acreedores<sup>34</sup>, es decir, los que aceptaron las quitas podrían haber instado el pago de la totalidad de la inversión, con el ajuste correspondiente de intereses, lo cual, en las condiciones económicas de Argentina, no hubiera resultado posible.

Con la Ley 26.984, de Pago Soberano y Reestructuración de Deuda, publicada en el Boletín Oficial de la República Argentina el 12 de septiembre de 2014<sup>35</sup>, Argentina ha arbitrado

<sup>31</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, op. cit., pág. 7.

<sup>32</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, op. cit., pág. 10.

<sup>33</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, op. cit., pág. 12; ZAMOUR, Romain, op. cit., pág. 58.

<sup>34</sup> LAVAGNA, Roberto, “El conflicto entre Argentina y los fondos buitres”, El País (3-8-2014), disponible en [http://elpais.com/elpais/2014/08/02/opinion/1407006903\\_114822.html](http://elpais.com/elpais/2014/08/02/opinion/1407006903_114822.html) (fecha de la consulta 22.11.2014); THE ECONOMIST, “A good week for some investors” (22.10.2014), pág. 48.

<sup>35</sup> REPÚBLICA ARGENTINA, “Ley 26.984, de Pago Soberano y Reestructuración de Deuda”, Boletín Oficial de la República Argentina (12-9-2014).

instrumentos alternativos que permitan el cobro de los servicios correspondientes a la totalidad de los títulos emitidos en el marco de las reestructuraciones de deuda de 2005 y 2010, «ante la ilegítima e ilegal obstrucción de los mecanismos de cobro de los fondos pagados por la República Argentina con fecha 26 de junio de 2014, dispuesta por órdenes judiciales dictadas por la Corte de Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York en el marco de la causa NML Capital Ltd. et al v. Republic of Argentina que, tal como han sido dictadas, resultan de imposible cumplimiento, y violatorias tanto de la soberanía e inmunidades de la República Argentina como de los derechos de terceros».

Por medio de esta ley se remueve a “Bank of New York Mellon” como agente encargado de la realización de los pagos relacionados con la deuda (“agente fiduciario”), y se le reemplaza por la entidad “Nación Fideicomisos, S.A.”.

La ley abre, asimismo, la posibilidad de que los tenedores de deuda canjeada en los años 2005 y 2010, puedan a su vez canjear sus títulos por otros nuevos, para modificar la legislación y la jurisdicción aplicables (manteniendo inalterados su nominal y el resto de las condiciones de emisión) que pasarían a ser bien las leyes y tribunales de Argentina, bien los de la República Francesa.

## CONCLUSIONES

La situación es de bloqueo, y no parece que sea posible que Argentina y NML Capital alcancen un acuerdo, especialmente porque se dejaría al Estado emisor a la merced de otros “holdout” y de los acreedores que sí reestructuraron su deuda. Roberto Lavagna, que fue ministro de Economía argentino y diseñó la reestructuración de deuda de 2005, ha afirmado que, siendo cierto que el sistema global carece de un sistema aplicable a la reestructuración de deuda soberana, «no hay negociación posible entre un Estado soberano y un grupo privado en posesión de un fallo terminante en su favor»<sup>36</sup>, lo que muestra que puede que estemos ante un callejón sin salida.

Para “The Economist”<sup>37</sup>, las alternativas de Argentina, todas desagradables, son cuatro: pagar a NML Capital los 1.600 millones reclamados y abrir la puerta a las demandas de otros “holdout”; tratar de negociar con NML y otros “buitres” pagos por monto inferior; tratar de reorientar los bonos canjeados hacia la regulación argentina; o repudiar la deuda. De estas cuatro opciones, Argentina optó por la tercera al promulgar el 11 de septiembre de 2014 la Ley 26.984, de Pago Soberano y Reestructuración de Deuda.

No obstante, la polémica va más allá de las estrictas relaciones entre Argentina y sus acreedores, pues si el criterio de “trato igualitario a la Griesa” prosperase y se hubiera de aplicar, sin excepción, a todas las emisiones de deuda pública, se podrían producir

---

<sup>36</sup> LAVAGNA, Roberto, op. cit.

<sup>37</sup> THE ECONOMIST, op. cit., pág. 47.

interferencias en los flujos internacionales de capital y en el coste a pagar por los Estados emisores, que, como es natural, se repercutirían a sus ciudadanos.

Los acreedores, en el marco de una reestructuración de deuda voluntaria, no tendrían alicientes para negociar y estarían, más bien, incentivados para quedar al margen, por lo que lo previsible sería que proliferasen.

En un contexto de Estados sobreendeudados, especialmente de los países más industrializados que están aplicando políticas de incremento de impuestos y recorte de gastos para hacer frente al pago de la deuda, particularmente delicado es el excesivo poder negociador que se estaría concediendo a los acreedores disidentes, no dispuestos a reestructurar la deuda en su poder y a seguir una estrategia de “todo o nada”.

Este poder inmenso de los “holdout creditors” se podría mitigar con el establecimiento de mecanismos internacionales para resolver, con reglas bien definidas, estas disputas, en la línea que propone el Fondo Monetario Internacional, o con la incorporación en las condiciones de emisión de la deuda soberana de las llamadas “Cláusulas de Acción Colectiva”, que implican la suficiencia de los acuerdos alcanzados con una parte sustancial de los acreedores para imponer la solución a todos, incluso a los disidentes<sup>38</sup>.

Sin embargo, dado el carácter global de los mercados, los pasos que se puedan ir dando de forma aislada no serán todo lo eficaces que fuera deseable, por lo que los buitres seguirán, previsiblemente, revoloteando en busca de más carnaza.

i

*José M<sup>a</sup> López Jiménez\**

*Abogado especialista en regulación financiera*

---

**\*NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

---

<sup>38</sup> En la zona euro, en línea con las recomendaciones del G-10 y otras instituciones internacionales, las “Cláusulas de Acción Colectiva” han quedado incluidas en todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización mayor de un año y cuyo primer tramo se emita a partir del 1 de enero de 2013. Estas cláusulas se introdujeron por primera vez en la deuda de algunos países en vías de desarrollo y se han ido adoptando progresivamente en las distintas jurisdicciones (LÓPEZ JIMÉNEZ, José María, cit., pág. 23).