

REESTRUCTURACION DE LA DEUDA SOBERANA EN AMERICA LATINA: CORRIENDO LAS CLASULAS *PARI PASSU*

*Luis F. Gómez-Alfaro**

Resumen: A través de un análisis del marco normativo de la deuda soberana y de los casos recientes, el artículo plantea la necesidad de reformar las cláusulas *pari passu* incluidas actualmente en los contratos de deuda soberana. Utilizando las complicaciones padecidas por Perú y Argentina como referencia, el artículo propone que otros Estados latinoamericanos consideren la adopción de cláusulas modelo que eviten el sobre empoderamiento de un grupo minoritario de acreedores disidentes. Como una posible solución, este artículo sugiere la adopción universal de las cláusulas modelo publicadas por la *International Capital Market Association*, que ya fueron adoptadas por México.

Palabras clave: Deuda soberana, *pari passu*, México, Perú, Argentina, incumplimiento, acreedores disidentes, reestructuración de deuda soberana, cláusulas modelo, ICMA.

*Licenciado en Derecho por el ITESO y Doctor en Derecho por la Universidad de Illinois. Abogado Internacional en el *Centro Internacional para la Solución de Controversias de la Asociación Americana de Arbitraje* - Nueva York, NY (2014-2015); Abogado en Pomerantz LLP – New York (desde 2015).

Traducción de Michel Jasso.

I. INTRODUCCION

Una cláusula de igualdad en la deuda soberana conocida como *pari passu* mantiene al gobierno de Argentina en aprietos para pagar a los poseedores de su deuda reestructurada (“acreedores intercambiados”) mientras no paga a los poseedores de su deuda original quienes rechazaron intercambiar bonos con una pérdida de 65% (“acreedores disidentes”).¹ En lo que ha sido catalogado como “el juicio del siglo en reestructuración de deuda soberana,”² los acreedores disidentes obtuvieron recientemente una relevante e inesperada decisión judicial en contra de Argentina.³ Los avances recientes en torno a la cláusula *pari passu*, incluyendo la resolución en contra de Argentina, amenazan

¹ *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (Feb. 23, 2012) Federal Court for the Southern District of New York Order No. 08 Civ. 6978.

² Joseph Cotterill, “Bad day to be a recalcitrant sovereign debtor” (*Financial Times – FT Alphaville*, 14 de junio de 2014) <<http://ftalphaville.ft.com/2014/06/16/1878332/bad-day-to-be-a-recalcitrant-sovereign-debtor/>> consultado el 20 de noviembre de 2014.

³ *NML Capital, Ltd.* (n 1).

con multiplicar el número de acreedores disidentes en futuros procesos de reestructuración de deuda soberana.

Aspirando a reducir estos riesgos, el Fondo Monetario Internacional (“FMI”) ha respaldado un nuevo modelo de mecanismos contractuales de deuda soberana creado por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (“ICMA”). Estas modificaciones, adoptadas recientemente por México en un bono registrado bajo las leyes de Nueva York, tienen el potencial de convertirse en el nuevo estándar global. Argumentando a favor de la adopción generalizada de las cláusulas estándar por otros estados Latinoamericanos, este artículo: (1) presenta un breve resumen de la cláusula *pari passu*; (2) explica de qué manera dicha cláusula empoderó a un acreedor disidente durante la reestructuración de la deuda soberana en Perú; (3) explica el primer intento, también encabezado por México en 2003, para evitar el sobre-empoderamiento de los acreedores disidentes; (4) explica las complicaciones adicionales producidas por el fallo en el litigio en contra de Argentina; y, (5) presenta los nuevos mecanismos contractuales propuestos como una solución integral al sobre-empoderamiento de los acreedores disidentes durante los procesos de reestructuración de deuda soberana.

II. LA CLÁUSULA PARI PASSU EN LOS CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA

A pesar de estar presente en la mayoría de los instrumentos de deuda soberana, el significado de la cláusula *pari passu* es incierto y ahora se ha convertido en una cuestión controvertida. La cláusula *pari passu* “es breve, oscura y contiene un poco de Latín; todas las características que los abogados encuentran fascinantes.”⁴ La cláusula *pari passu*, como todas las cláusulas de igualdad, tiene como objetivo asegurar que el obligado no tiene, ni tenga posteriormente, acreedores preferentes.⁵ La cláusula establece que la deuda tendrá el rango de *pari passu*, “el mismo nivel” en latín, que la otra deuda externa del soberano. Que se conozca, los primeros instrumentos de deuda soberana en contener un lenguaje de igualdad, como la cláusula *pari passu*, fueron los bonos *Black Eagle* emitidos por México en 1843.⁶ Los bonos fueron parte de la consolidación y reestructuración de anteriores bonos mexicanos en mora.⁷ El bono no contenía las palabras latinas “*pari passu*”, no obstante, reproducía un decreto del General Santa Anna que

⁴ Lee C. Buchheit, *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements* (2d ed. 2000) 82.

⁵ Lee C. Buchheit & Jeremiah Pam, *The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*, 53 *Emory L.J.* (2004) 913.

⁶ Benjamin Chabot & Mitu Gulati, *Santa Anna and his Black Eagle: The Origins of Pari Passu?*, *Capital Markets Law Journal* (2014) 216, 253.

⁷ *Ibid*, 218.

declaraba: “para establecer justa igualdad entre los acreedores, tanto en la tasa de interés como en el orden de pago.”⁸ Desde entonces, los instrumentos de deuda soberana han usado múltiples variaciones del concepto para garantizar que los poseedores de mismos derechos fueran tratados igualmente por deudores soberanos.

Existen dos interpretaciones principales sobre el significado de la cláusula *pari passu* en la deuda soberana.⁹ Una interpretación estrecha, también conocida como interpretación del mismo rango, establece que la cláusula solo establece, como cuestión de derecho, que las obligaciones tienen y tendrán igual rango con el resto de la deuda no garantizada.¹⁰ Esa interpretación estrecha significa que un deudor soberano no creará acreedores preferentes a través de la ley, la asignación de reservas monetarias extranjeras, o la reserva de ingresos.¹¹ Una interpretación amplia, también conocida como interpretación de pago igualitario, sostiene que un soberano debe pagarle a sus acreedores de manera *pro rata* cuando sea incapaz de pagarle a todos.¹² La adopción de la interpretación amplia, en resoluciones contra Argentina y Perú, ha creado la urgente necesidad de modificar el marco normativo que permite el sobreempoderamiento *pari passu* de los acreedores disidentes.

III. EL PROBLEMA PARI PASSU DE PERU

El primer caso sobre empoderamiento de acreedores disidentes debido a la cláusula *pari passu* que ocurrió a finales de 1990, después de que Perú garantizó préstamos de bancos extranjeros a través de dos de sus bancos estatales y posteriormente fue responsable por el incumplimiento de esos bancos nacionales.¹³ Como parte de la reestructuración de su deuda externa, la mayoría de los acreedores de Perú acordaron una reestructuración en 1996; sin embargo, un acreedor decidió oponerse y procurar el pago íntegro por medio del litigio.¹⁴ La inmunidad soberana y la probabilidad de un juicio injusto

⁸ Ibid.

⁹ Financial Markets Law Committee, *Pari Passu Clauses*, 10 (Número 79, marzo 2005), 5, <<http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/79.pdf>> consultado el 24 de noviembre de 2014.

¹⁰ Ibid, 5-6.

¹¹ Ibid.

¹² Ibid, 6.

¹³ *Pravin Banker Associates, LTD v. Banco Popular del Peru and The Republic of Peru* (1997) US 2nd Circuit 109-F.3d, 850 Elliott; *Assocs. v. Banco de la Nación* (1999) US 2nd Circuit 194-F.3d, 363.

¹⁴ Eduardo Luis Lopez Sandoval, *Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott?*, 17 Harvard Law Sch., Int'l Fin. Seminar, (2002), <<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp44.pdf>> consultado el 20 de noviembre de 2014.

impidieron recurrir a los tribunales peruanos; por lo tanto, el mejor recurso para el acreedor disidente fue optar por la jurisdicción de la ley que regía los contratos de deuda, Nueva York.¹⁵

El 08 de octubre de 1996, el acreedor disidente de Perú promovió una acción ante el Tribunal Federal del Distrito Sur de Nueva York reclamando el valor nominal de la deuda respaldada por el gobierno.¹⁶ El 20 de octubre de 1999, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de los Estados Unidos determinó que la ley de Nueva York no es quebrantada por la parte reclama una deuda válida cuando la intención es solo demandar la falta de pago completo y remitió el asunto al tribunal para que evaluara los daños que Perú debía pagar.¹⁷ El 22 de junio del 2000, el tribunal dictó una sentencia ordenando a Perú a pagar al acreedor disidente más de 55 millones de dólares.¹⁸ La resolución además autorizó la ejecución de la sentencia contra cualquier propiedad de Perú usada para actividades comerciales en los Estados Unidos.¹⁹

Con una sentencia a favor, pero sin ninguna vía legal razonable para ejecutarla en Perú, el acreedor aún necesitaba encontrar activos viables fuera de Perú. Incapaz de encontrar tales activos en Nueva York o en otras jurisdicciones colaborativas, el acreedor utilizó el fallo para solicitar una medida cautelar contra el pago a los acreedores que sí participaron en la reestructuración de la deuda soberana de Perú.²⁰ Argumentando a favor del pago a *pro rata*, el acreedor disidente se basó en la cláusula *pari passu* que establecía: “*Las obligaciones del fiador de ahora en adelante se consideran y se considerarán pari passu con prioridad de pago con todas las demás Deudas Externas del Fiador, e intereses al respecto.*”²¹ El 26 de septiembre de 2000, la 8^{va} Sala de la Corte de Apelaciones de Bruselas ejecutó la sentencia emitiendo una orden que restringía el intento de Perú de utilizar una institución financiera europea para hacer cualquier pago en violación al principio de igualdad entre acreedores, derivado supuestamente de la cláusula *pari passu* en los contratos de deuda soberana de Perú.²²

A través de su novedosa y audaz estrategia *pari passu*, el acreedor disidente logró que una corte belga interfiriera con la obligación de pago de Perú a los acreedores europeos que reestructuraron. Debido a la

¹⁵ Lee C. Buchheit & Jeremiah Pam, (n 5) 913.

¹⁶ *Elliott Associates, L.P., v. Banco de la Nación* (Sep 29, 2000) Federal Court for the Southern District of New York Order WL 1449862.

¹⁷ *Elliott Associates, L.P.* (n. 12).

¹⁸ *Elliott Associates, L.P.*, (n. 15).

¹⁹ *Ibid.*

²⁰ William W. Bratton, *Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices*, 53 *Emory L.J.* (2004) 823, 824.

²¹ *Ibid.*

²² *Elliott Associates L.P.* (2000) Court of Appeals of Brussels, 8th Chambers, General Docket No. 2000/QR/92.

orden judicial de bloqueo por el tribunal en Bélgica, no se le pagaría a los acreedores de la deuda reestructurada de Perú hasta que al acreedor obtuviera el pago *pro rata* de acuerdo con la interpretación judicial de la cláusula *pari passu*.²³ Frente al incumplimiento, y sin tiempo para combatir la decisión belga, Perú no tuvo más alternativas que acordar con el acreedor disidente. Perú pagó la deuda al valor nominal y las órdenes de bloqueo fueron levantadas.²⁴ Sin saberlo, Perú había abierto la caja de Pandora de los contratos de deuda soberana; que Argentina heredaría posteriormente a través de la cláusula *pari passu* en sus propios contratos de deuda soberana.

IV. MEXICO ENCABEZA UNA REFORMA INSUFICIENTE CONTRA LA CRECIENTE AMENAZA DE LOS ACREEDORES DISIDENTES

Después de la derrota *pari passu* peruana, y con la economía argentina colapsando en 2001, el mercado de la deuda soberana necesitaba nuevos mecanismos contractuales que previnieran problemas de acción colectiva en contratos de deuda soberana. En febrero de 2003, México respondió al emitir el primer bono registrado ante la *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), bajo las leyes de Nueva York que incluían una cláusula sobre acción colectiva (“CAC’s”) permitiendo la modificación de los términos financieros sin el consentimiento unánime de los acreedores.²⁵ Brasil, Uruguay y media docena de otros países pronto siguieron el ejemplo de México y añadieron el lenguaje en sus propios instrumentos.²⁶ Desde entonces, el FMI apoyaba las CAC’s como un mecanismo para facilitar la reestructuración de la deuda soberana.²⁷

Entre otras complicaciones, estos mecanismos “correctivos” atendieron la posibilidad de tener minorías de acreedores oponiéndose a un acuerdo de reestructuración para beneficiarse de una mejor posición de negociación.²⁸ Las CAC’s incluyen: cláusulas de representación colectiva, cláusulas de acción de

²³ Eduardo Luis Lopez Sandoval, *Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott?*, 17 Harvard Law Sch., Int’l Fin. Seminar, (2002), <<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/lm/sp44.pdf>> consultado el 20 de noviembre de 2014.

²⁴ Ibid, 17.

²⁵ Anna Gelpern & Mitu Gulati, *Public Symbol in Private Contract: A Case Study*, Washington University Law Quarterly (2007) 1641.

²⁶ Ibid.

²⁷ International Monetary Fund, *Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues* (Report of the International Capital Markets, Legal and Policy Development and Review Departments, 25 de marzo de 2003) <<https://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.pdf>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

²⁸ Ioannis Kokkoris et al., *The Greek Tragedy: Is There A Deus ex Machina?*, en John LaBrosse, Rodrigo Olivares-Caminal y Dalvinder Singh (eds), *Managing Risk in the Financial System* (Edward Elgar, 2011) 166.

mayoritaria, cláusulas de colaboración y cláusulas de aceleración.²⁹ El más común de estos mecanismos, la cláusula sobre acción mayoritaria, faculta a una mayoría de acreedores para modificar los términos del instrumento mientras obliga a los acreedores discrepantes y limita la potencial amenaza de litigios.³⁰ A doce años de 2003, el bono mexicano, incluyó esta innovadora cláusula CAC, facultando a los titulares de tan solo el 75 por ciento del capital adeudado, comenzar un proceso de reestructuración vinculante.³¹

Con el entusiasmo de incluir cláusulas CAC en sus bonos, México también se tornó consciente sobre las limitaciones del mecanismo. Una década después de encabezar la reforma CAC, México presentó un *amicus curiae* en el litigio en contra de Argentina señalando que las CAC's "no eliminan los riesgos que suponen los acreedores disidentes."³² La limitante crucial que México identificó fue que las actuales CAC's aplican por series, lo que permite a un solo acreedor disidente neutralizar la cláusula CAC con tan solo adquirir el porcentaje para bloquear una serie de la deuda en particular.³³ Pocos años más tarde, esta situación representó un factor importante en el fracaso de la reestructuración de deuda soberana de Argentina.³⁴

V. LA DEBACLE DE ARGENTINA POR LAS CLAUSULAS *PARI PASSU*

En diciembre del 2001, la crisis financiera de Argentina generó el mayor incumplimiento de deuda soberana de la historia.³⁵ En 2005, el primer proceso fallido de reestructuración de deuda implicó 152 bonos diferentes valuados en más de 100 mil millones de dólares.³⁶ En 2010, Argentina reabrió el proceso de reestructuración con una oferta menos atractiva que la hecha en 2005.³⁷ Al final de los dos procesos,

²⁹ Ibid.

³⁰ International Monetary Fund, *A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings* (Report of the Monetary and Capital Markets Departments, 5 de junio de 2012) 14, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

³¹ Anna Gelpern & Mitu Gulati, (n 24)1641.

³² Brief of the United Mexican States as *Amicus Curiae* in Support of Petitions for Writs of Certiorari, Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd., 189 L. Ed. 2d 234 (2014) (No. 13-990).

³³ Ibid.

³⁴ Anna Gelpern, *ICMA CACs v. 2.0: Mexico Moves in New York*, (Credit Slips, 10 November 2014) <<http://www.creditslips.org/creditslips/2014/11/icma-cacs-v-20-mexico-moves-in-new-york.html>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

³⁵ *Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"*, por J. F. Hornbeck, Congressional Research Service, Feb. 6, 2013. Disponible en <http://fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>.

³⁶ Hal S. Scott, *Sovereign Debt Default: Cry For The United States, Not Argentina*, Harvard Law School Washington Legal Foundation, Critical Legal Issues, Working Paper Series No. 140, (septiembre de 2006).

³⁷ Anna Gelpern, *Sovereign Damage Control*, (Mayo de 2013) Policy Brief, Peterson Institute for International Economics <<http://www.iie.com/publications/pb/pb13-12.pdf>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

Argentina reestructuró aproximadamente el 93% de su deuda externa.³⁸ Los acreedores de la deuda reestructurada aceptaron una oferta aproximada de \$0.30 por cada \$1 adeudado por Argentina.³⁹ Sin embargo, un grupo de acreedores disidentes que adquirió deuda argentina en el mercado secundario decidió litigar el asunto siguiendo la exitosa estrategia empleada para el pago al valor nominal de la deuda soberana de Perú.

Los acreedores disidentes de Argentina, que incluyen una subsidiaria del famoso acreedor disidente de Perú, interpusieron una demanda en el Tribunal del Distrito Sur de Nueva York.⁴⁰ Argumentando a favor del al valor nominal, los acreedores disidentes de Argentina se basaron en la cláusula *pari passu* que establecía: “*Las Garantías constituirán (...) obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas e insubordinadas de la República y tendrán en todo momento el rango pari passu sin ninguna preferencia entre ellas.*”⁴¹ Tras una década batalla legal, Argentina fue derrotada; y, el 7 de diciembre de 2011, el tribunal declaró que Argentina había infringido la cláusula *pari passu* en sus bonos al realizar pagos de intereses a los acreedores parte de la reestructura sin pagar a su vez a los acreedores disidentes.⁴² El 23 de febrero de 2012, el tribunal ordenó a Argentina a realizar pagos *pro rata* a los acreedores disidentes y emitió una orden para impedir que las instituciones financieras pagaran a los acreedores de la reestructura hasta que los acreedores disidentes hubieran recibido también su pago.⁴³

Las órdenes fueron recurridas y Argentina presentó tantas apelaciones y recursos que tuvo disponibles en los tribunales de los Estados Unidos. El 26 de octubre de 2012, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito confirmó la sentencia del tribunal de distrito que declaraba que Argentina era responsable de infringir la cláusula *pari passu*.⁴⁴ El 16 de junio de 2014, la Suprema Corte de los Estados Unidos desechó la apelación contra la sentencia de la corte federal de Nueva York que ordenó a Argentina a pagar la totalidad del adeudo a los acreedores disidentes cuando realizara cualquier pago a los acreedores parte

³⁸ International Monetary Fund, *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*, (Staff Report for the Executive Board, 2014) 8.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ *EM Ltd. v. Republic of Argentina* (2010) Federal Court for the Southern District of New York 720 F. Supp. 2d 273.

⁴¹ *NML Capital, Ltd.* (n 1).

⁴² *Ibid.*

⁴³ *NML Capital, Ltd.* (n 1).

⁴⁴ *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2012) US 2nd Circuit 699 F.3d 246.

de la reestructuración.⁴⁵ Finalmente, el 18 de junio del 2014, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito levantó la suspensión y las órdenes y determinaciones en contra de Argentina surtieron total efecto. Además de las órdenes judiciales, y el fallo en su contra, Argentina también quedó excluida de los mercados de crédito internacionales.⁴⁶

En un intento para evitar las consecuencias de un incumplimiento, el gobierno Argentino depositó su pago periódico de intereses en una cuenta a nombre de BNY Mellon en el Banco Central de Argentina.⁴⁷ BNY Mellon, actuando como fiduciario de los acreedores que participaron en la reestructuración, estaba impedido por la orden judicial y no podía distribuir los pagos.⁴⁸ Para realizar los pagos a los acreedores parte de la reestructuración, el gobierno argentino también intentó trasladar la función fiduciaria a un banco local que no está bajo la lejana jurisdicción de los tribunales federales de Nueva York y la creación de bonos que serían pagados dentro de Argentina.⁴⁹ Independientemente del éxito de las medidas extraordinarias de Argentina, es claro que el proceso de reestructuración de deuda de Argentina fracasó, en gran medida, por la cláusula *pari passu* contenida en sus contratos de deuda soberana.

Anterior a la sentencia en el caso de Argentina, los mercados financieros internacionales habían entendido las cláusulas *pari passu* como únicamente para proteger a un acreedor del riesgo de una subordinación legal a favor de otro acreedor. Durante el caso, varios países, incluyendo Estados Unidos, se opusieron en contra de la interpretación amplia de la cláusula *pari passu*.⁵⁰ El caso de Argentina ha creado un precedente en los tribunales de Nueva York, una de las jurisdicciones más usuales en los contratos de deuda externa, y no puede verse como una anomalía aislada. Ahora es necesario reevaluar los términos y condiciones incluidos en los instrumentos de deuda soberana, principalmente la cláusula *pari passu*.

⁴⁵ *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* (2014) US Supreme Court Cert. denied 13-990

⁴⁶ J. F. Hornbeck, *Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the Holdouts* (Congressional Research Service Report, 06 February 2013) <<https://www.fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>>.

⁴⁷ Nicole Hong, *BNY Mellon Caught in the Crossfire of Argentina Debt Dispute*, (The Wall Street Journal – Money Beat, 11 de Julio de 2014) < <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/07/11/bny-mellon-caught-in-the-crossfire-of-argentina-debt-dispute/>>.

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ Vivianne Rodrigues and Benedict Mander, *Argentina tires to pay debt outside US*, (Financial Times – Latin America & Caribbean, 02 de septiembre de 2014) < <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9e460b6e-44b8-11e4-bce8-00144feabdc0.html#axzz3JugnVYKW>> consultado el 23 de noviembre de 2014.

⁵⁰ Brief of the United States as *Amicus Curiae* in Support of Petitioner for review by the Court of Appeals for the Second Circuit, *Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd.*, 189 L. Ed. 2d 234 (2014) (No. 12-842).

VI. LAS CORRECCIONES PROPUESTAS POR LA ICMA

La experiencia de Perú, Argentina, y otros países expusieron las fallas del actual marco jurídico de la deuda soberana. Después de la reciente condena contra Argentina, la interpretación judicial de las cláusulas *pari passu* pueden sobre empoderar a una minoría de acreedores para minar los esfuerzos razonables para la reestructuración de la deuda soberana. Para reducir estos riesgos, el FMI ha recomendado las cláusulas modelo de la ICMA (la Asociación Internacional del Mercado de Capitales, en español), una asociación auto regulatoria de comercio.⁵¹ Las cláusulas modelo incluyen una cláusula *pari passu* renunciando explícitamente la interpretación amplia y un modelo CAC con mecanismos de “incorporación” más vigorosos.

La cláusula *pari passu* de la ICMA claramente indica su naturaleza como una cláusula de rango igualitario que sólo prohíbe a los soberanos subordinar jurídicamente la deuda y establece explícitamente que no se requiere que la deuda se pague *pro rata*. La cláusula modelo aún exigirá el mismo rango para toda la deuda externa no subordinada. La cláusula *pari passu* de la ICMA establece:

Los bonos son obligaciones directas, incondicionales y sin garantía del Emisor y tienen y tendrán el mismo rango *pari passu*, sin preferencia entre sí, junto con el demás endeudamiento externo no garantizado del Emisor, pendiente en cualquier momento, a condición de que el Emisor no tendrá obligación de efectuar pago(s) igual(es) o proporcional(es) en ningún momento respecto a cualquier otro endeudamiento externo y, en particular, no tendrá obligación de pagar otro endeudamiento externo al mismo tiempo o como condición de pago de las cantidades adeudadas en los bonos y viceversa.⁵²

Además, el modelo CAC de la ICMA busca limitar la facultad de los acreedores disidentes para neutralizar la operación tradicional de las CAC's, que operan serie por serie, al permitir modificaciones transversales de más de una serie de instrumentos de deuda a la vez.⁵³ Las modificaciones incluyen tanto un procedimiento de doble votación (*two limb*) para incorporación, permitiendo un acuerdo para la

⁵¹ International Monetary Fund, *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*, (Staff Report for the Executive Board, 2014) 10.

⁵² International Capital Market Association, Standard Pari Passu Provision for the Terms of Sovereign Notes (agosto 2014) <<http://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf>>

⁵³ International Capital Market Association, Standard Aggregated Collective Action Clauses (“CACs”) for the Terms and Conditions of Sovereign Notes (agosto 2014) <<http://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-CACs-August-2014.pdf>>

reestructuración de la deuda que diferencie entre los acreedores y un procedimiento de votación para reestructurar todos los instrumentos sobre la base de una votación única (*single limb*).⁵⁴

Además, el procedimiento de doble votación del modelo CAC, presente ya en la Eurozona CAC, establece un límite del total de votos junto con un límite de voto por series. El procedimiento de votación única, propuesto por la ICMA, permitiría al soberano conducir una votación con un requerimiento mínimo calculado sobre el total de las series que serían afectadas.⁵⁵ Este mecanismo reduciría la influencia de un acreedor disidente con un porcentaje de bloqueo en una sola serie y mantendría la igualdad entre acreedores al requerir que todos los acreedores afectados reciban instrumentos de deuda con términos “aplicable de manera uniforme”.⁵⁶

México es una vez más quien encabeza la implementación de los nuevos mecanismos contractuales que disminuirían el sobre-empoderamiento de los acreedores disidentes en los procesos de reestructuración de deuda soberana. El 10 de noviembre de 2014, México emitió el primer bono bajo la ley de New York, registrado ante la SEC que incluye una versión de las cláusulas del modelo de ICMA.⁵⁷ La versión de México con respecto a la cláusula *pari passu*, hoy en día una cláusula de igualdad sin lenguaje en latín, estipula:

Los títulos de deuda tienen y tendrán el mismo nivel sin ninguna preferencia entre sí y serán iguales respecto a toda la demás deuda pública externa no subordinada ... esta disposición no se interpretará para requerir que México realice pagos con respecto a los instrumentos de deuda de manera proporcional con pagos efectuados en virtud a otra deuda pública externa.⁵⁸

El bono ha incluido también una versión modificada del modelo CAC de la ICMA, aunque referida en un lenguaje más conciso.⁵⁹ A pesar de que estas cláusulas no son de aplicación retroactiva, a menos

⁵⁴ Ibid.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Anna Gelper, *A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction*, (Real Time Economic Issues Watch - The Peterson Institute for International Economics, 29 de agosto, 2014) <<http://blogs.piie.com/realtime/?p=4485#.VBlnUiofqW8.email>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

⁵⁷ Anna Gelper, 'ICMA CACs v. 2.0: Mexico Moves in New York' (n 33)

⁵⁸ United Mexican States Debt Securities and Warrants (Registration No. 333-185462, 10 de noviembre, 2014) <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101368/000119312514405539/d816959d424b2.htm>> consultado el 22 de noviembre de 2014.

⁵⁹ Anna Gelper, *ICMA CACs v. 2.0: Mexico Moves in New York* (n 33)

que también existan swaps reestructurando la deuda pendiente, la solución concebida por la ICMA y adoptada por México puede prevenir complicaciones derivadas de los nuevos instrumentos.⁶⁰

VII. CONCLUSION

En tanto que los soberanos fortalecen las cláusulas CAC en sus contratos de deuda y evalúan sus cláusulas *pari passu*, el modelo de la ICMA ofrece mecanismos contractuales claros y precisos para crear la base de medición y gestión de riesgos tras el fallo contra Argentina. Si el mercado de deuda soberana ha de tener un nuevo estándar global, es tiempo para otros países latinoamericanos se unan a México en la adopción del marco propuesto e idealmente ponerle fin a la serie de casos *pari passu* como los que han afectado a los países de América Latina.

⁶⁰ Elaine Moore, *Sovereign debt plan takes on holdouts* (Financial Times -FT APhaville, 02 September 2014) <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/05718380-2df4-11e4-b330-00144feabdc0.html#axzz3HOJFztjg> > consultado el 20 noviembre de 2014