

# Emisión de bonos soberanos. Aspectos de Derecho internacional privado

Alfonso-Luis CALVO CARAVACA

Catedrático de Derecho internacional privado  
Universidad Carlos III de Madrid  
Vocal Permanente de la Comisión General de Codificación  
alfonsoluis.calvo@uc3m.es

Javier CARRASCOSA GONZÁLEZ

Catedrático de Derecho internacional privado  
Universidad de Murcia  
carras@um.es

**Sumario:** I. EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS. ASPECTOS GENERALES. II. LA DOCUMENTACIÓN DE LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS. III. DINÁMICA DE LA SUSCRIPCIÓN DE LOS BONOS SOBERANOS. 1. Las tres etapas: emisión, gestión y suscripción de bonos soberanos. 2. Contratos tipo y emisión de bonos soberanos. Los formularios *ISDA* (*International Swaps and Derivatives Association*). 3. Cláusulas usuales en la emisión de bonos soberanos. IV. EL *DEFAULT*. IMPAGOS, QUITAS Y REESTRUCTURACIONES DE BONOS SOBERANOS. 1. Las reestructuraciones de la deuda pública y el derecho de propiedad. La STEDH 21 julio 2016, *Mamatás et autres vs. Grèce*. 2. Los fondos buitres (*Vulture Funds*). V. JURISDICCIÓN COMPETENTE Y LEY APLICABLE A LOS CONTRATOS DE EMISIÓN Y SUSCRIPCIÓN DE BONOS SOBERANOS. 1. Contratos de emisión de bonos soberanos. Jurisdicción competente y Ley aplicable. 2. Contratos de suscripción de bonos soberanos. Jurisdicción competente y Ley aplicable. VI. EJECUCIÓN INTERNACIONAL DE LAS CONDENAS DE PAGO OBTENIDAS POR FONDOS BUITRE. 1. Sentencias claudicantes. 2. Inmunidad de jurisdicción y de ejecución y deuda soberana. El caso argentino, los fondos buitres y la fragata «Libertad». VII. REFLEXIONES FINALES.

## I. EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS. ASPECTOS GENERALES

Los Estados, siempre necesitados de financiación para sostener los servicios que prestan, para mantener las prestaciones del Estado social y para acometer proyectos concretos, necesitan ingentes cantidades de dinero. Por otra parte, y de modo paralelo, la mayor parte de los Estados se hallan perennemente endeudados debido a los pagos que deben realizar por deudas pasadas. Por tanto, los Estados necesitan una liquidez constante y continua para sostener sus deudas actuales y también para pagar las deudas que previamente han contraído y que los acreedores reclaman con insistencia. La pura y simple emisión de moneda no constituye una solución conveniente en la segunda década del siglo XXI, pues la opinión general los economistas del momento indica que la inflación –ese auténtico «impuesto de los pobres»–, debe controlarse y evitarse en la medida de lo posible.

Así las cosas, los Estados, que no renuncian a recortar el gasto público, precisan una enorme financiación externa. Una fuente de financiación de ex-

trema importancia es la suscripción de títulos tales como bonos, obligaciones, y otros activos financieros. En definitiva, la emisión de deuda pública. Los particulares, las empresas y otros Estados pueden suscribir tales títulos y la emisión suele hacerse con impacto mundial. Se admite, en esta perspectiva, que cualquier persona o Estado del mundo preste dinero al Estado mediante la suscripción de estos títulos. En consecuencia, la emisión de «bonos soberanos» adquiere, en todo caso, una dimensión internacional que no puede ni debe marginarse. En este contexto internacional, se cruzan tanto el Derecho internacional público como el Derecho internacional privado y también el Derecho de la Unión Europea. La presencia de elementos relacionados con la protección de los derechos humanos y con la inmunidad de jurisdicción y ejecución, temas magníficamente tratados por el profesor Dr. D. Cesáreo GUTIÉRREZ ESPADA, confieren a estos supuestos unos matices de máximo interés que los convierten en todo un desafío intelectual. Sirvan estas páginas como un modesto tributo a quien tanto y tan bueno ha aportado, desde España, al Derecho internacional público, al Derecho internacional privado y al Derecho de la Unión Europea.

Estas operaciones de emisión de bonos soberanos revisten una elevada complejidad técnica. Por ello, los Estados necesitan contar con bancos especializados en estas emisiones. Tales bancos intermediarios son los que preparan la emisión de los bonos soberanos y se encargan de ofrecerlos a los inversores.

Los Estados se financian a través de préstamos que ofrecen los grandes bancos internacionales, de préstamos concedidos por organismos internacionales como el FMI o el Banco Mundial y también a través de «bonos soberanos» (*government bonds*) emitidos con la intención de que sean suscritos por inversores externos<sup>1</sup>. Numerosos perfiles jurídicos de estas operaciones deben ser estudiados y resueltos desde la perspectiva del Derecho internacional privado. En efecto, el núcleo jurídico de las relaciones jurídicas entre los Estados y los bonistas se construye sobre unos contratos en los que los Estados actúan *jure gestionis*, esto es, como un deudor más que desciende a los mercados internacionales de crédito para solicitar financiación de los inversores<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> RANIERI, A.M., «Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada», <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/6/deuda-soberana-problemas-y-soluciones-en-la-encrucijada.pdf>.

<sup>2</sup> Sobre estos contratos de emisión, gestión y suscripción de bonos soberanos, *vid. inter alia*, CALVO CARAVACA, A.-L. y CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., «Contratos internacionales II. Contratos en particular», 17ª ed., Granada, Comares, 2017, pp. 1139-1145; ÁLVAREZ MORO, O., «Cláusulas normas en los contratos de deuda exterior», <https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/cuales-son-las-clausulas-normales-que-se-encuentran-en-contratos-de-deuda-exterior> (18 agosto 2014); ARONAS, S.D., «Comentarios sobre notas dedicadas a los fondos buitres y

## II. LA DOCUMENTACIÓN DE LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS

La emisión de bonos soberanos es estructura a través de cuatro documentos previos: 1º ) *Offering memorandum*, que explica la situación económica y política del Estado que emite los bonos; 2º ) *Sourcebook*, donde se contienen los documentos que justifican lo afirmado en el *offering memorandum*; 3º ) *Bond indenture* o *trust indenture* o *deed of trust*. Se trata éste de un documento entregado a los bonistas en el que se describen los elementos clave de la emisión de los bonos: intereses, modo de administración de los cobros y pagos de los bonos, etc.; 4º ) *Purchase agreement*. Se trata de un contrato jurídicamente vinculante entre un emisor de bonos y un banco o entidad financiera, que establece los términos de una venta de bonos: condiciones de venta, precio de venta, tasa de interés de los bonos, vencimiento de los bonos, disposiciones de reembolso de bonos, disposiciones del fondo de amortización y las condiciones bajo las cuales el acuerdo puede ser cancelado. Entregados los bonos por el emisor al banco administrador de la emisión y pagados tales bonos por el suscriptor, el asegurador puede colocar los bonos en el mercado al precio y rendimiento establecidos en el acuerdo de compra de bonos y los inversionistas externos pueden comprar los bonos. Un acuerdo de compra de bonos garantiza que el emisor es quien

---

deuda soberana», <http://sdaeconomia.blogspot.com.es/2013/06/mas-sobre-fondos-buitres-y-deuda.html> (30 junio 2013); CRUCES, J.J. y LEVY YEYATI, E., «What the world can learn from Argentina's holdout saga», 20 May 2016 (<http://vox.eu.org/article/what-world-can-learn-argentinass-holdout-saga>); Gómez, L.F., «América Latina: corrigiendo las cláusulas *pari passu*», en <http://132.248.9.34/hevila/Revistalatinoadmericanaadederechocomercialinternacional/2015/vol3/no2/1.pdf>; INFANTE, M.T., «La fragata argentina Ara-Libertad. Inmunidad y deuda soberana», <http://www.iei.uchile.cl/noticias/88906/la-fragata-argentina-ara-libertad-inmunidad-y-deuda-soberana> (31 enero 2013); IRIGARAY, J.I., «Argentina torea, por ahora, a los fondos 'buitre'», <http://www.elmundo.es/internacional/2014/09/11/54110208ca4741d01d8b4572.html> (11/09/2014); KRUEGER, A.O., «El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana: Un año después», 12 noviembre 2002 (<https://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202s.htm>); LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., «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, n. 9, 2013, pp. 21-26; MUIR WATT, H., «Dette souveraine et main visible du marché: de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats», *RCDIP*, 2015 pp. 331-353; RANIERI, A.M., «Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada», <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/6/deuda-soberana-problemas-y-soluciones-en-la-encrucijada.pdf>; THEA, R., «Un fallo que atenta contra la inmunidad soberana», <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-252146-2014-08-03.html> (3 agosto 2014) *Vid.* también [http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/04/160415\\_argentina\\_default\\_numeros\\_cifras\\_all](http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/04/160415_argentina_default_numeros_cifras_all) (22 abril 2016); «Los bonos soberanos y la economía: funcionamiento e implicancias», 3 agosto 2014, <http://www.abc.com.py/edicion-impresa/suplementos/economico/los-bonos-soberanos-y-la-economia-funcionamiento-e-implicancias-1272242.html>.

dice que es, que está autorizado a emitir bonos, que no es objeto de una demanda y que sus datos financieros son precisos. Un ejemplo puede verse aquí (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/276209/000095012304006017/y97137exv4w18.htm>).

### III. DINÁMICA DE LA SUSCRIPCIÓN DE LOS BONOS SOBERANOS

#### 1. *Las tres etapas: emisión, gestión y suscripción de bonos soberanos*

Los bonos (*bonds*) estatales son suscritos por inversores de todo el mundo. Tales inversores pueden ser empresas o entidades privadas y también entidades públicas y otros Estados. Para comprender bien la dinámica de estas operaciones, resulta conveniente diferenciar diversos estadios<sup>3</sup>:

En primer lugar, un banco privado (= «banco colocador») suele encargarse de canalizar la emisión de los bonos soberanos. Para ello se celebra un contrato de prestación de servicios bancarios entre el Estado emisor y dicho banco (= contrato de emisión de bonos entre el Estado y el banco). Dicho contrato especifica las condiciones en las que serán emitidos los bonos y a través del mismo el banco se encarga de organizar materialmente la operación de emisión de los bonos estatales de los que se trate. Este contrato, como se verá *infra*, se rige por la Ley elegida por las partes y en su defecto, por la Ley donde radica la administración central o sede del banco. Estos contratos suelen comportar un pago en favor del banco colocador de entre un millón a dos millones y medio de dólares USA según los casos. Existen formularios-tipo de estos contratos, preparados en su mayoría por la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association, Inc.*) conocidos como «*Master Agreement*». En tal contrato se especifican todas las condiciones en las que serán emitidos los bonos para que sean suscritos por los bonistas.

En segundo lugar, el banco gestiona la emisión de los bonos estatales. En la práctica, dichas emisiones se realizan bien en los mercados de Nueva York o bien en los mercados de Londres. El 48% de la deuda soberana del planeta se realiza a través de bonos emitidos en Nueva York y el 40% se emite en Londres.

En tercer lugar, los suscriptores de los bonos firman un «contrato de deuda» y adquieren dichos bonos. Los bonos especifican las condiciones en

<sup>3</sup> CALVO CARAVACA, A.-L. y CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., «Contratos internacionales II. Contratos en particular», 17ª ed., Granada, Comares, 2017, pp. 1139-1145.

las que podrán pagarse, su plazo de vencimiento, etc. Los bonos suelen ser transmisibles, pues normalmente son «bonos al portador» (*bearer bonds*). Los bonos circulan y cambian de manos, siempre a la busca de rendimiento anticipado, pues el bonista está dispuesto a transferir sus bonos en cualquier momento si calcula que con ello obtendrá una mayor ganancia que la que le espera en el momento, incierto y futuro, en el que el Estado pagará el bono con sus intereses.

## 2. *Contratos tipo y emisión de bonos soberanos. Los formularios ISDA (International Swaps and Derivatives Association)*

La ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), una entidad privada en la que participan más de 800 de los grandes operadores económicos del sector de los títulos valores, bonos y derivados, elabora numerosos contratos tipo estándar relativos a tales títulos. Ello agiliza la contratación, ya que los contratantes tienen a su disposición un contrato standard que contiene ya redactadas cláusulas de extrema complejidad jurídica y económica. La regulación que propone ISDA presenta y suscita también una lectura política, pues evita que ciertos Estados, y singularmente los Estados Unidos, impongan una legislación imperativa reguladora de estos contratos. Los participantes en estos mercados han presionado para que la regulación de estos contratos quede en manos de los contratantes (= cláusulas contractuales creadas por los particulares) y no de los Estados (= Derecho privado imperativo).

## 3. *Cláusulas usuales en la emisión de bonos soberanos*

Estos contratos de emisión y suscripción de bonos soberanos suelen contener unas cláusulas muy particulares. Las más destacables, muy bien expuestas por O. ÁLVAREZ MORO, son las siguientes:

1.º) *Cláusula pari passu. El papel de los vulture funds.* Estos contratos de deuda suelen incluir una cláusula llamada *pari passu*. Una cláusula que es, en palabras de L.C. BUCHHEIT / J. PAM, «breve, oscura y que contiene un poco de latín: todas las características que los abogados encuentran fascinantes»<sup>4</sup>. La cláu-

<sup>4</sup> BUCHHEIT, L.C. y PAM, J., «The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments», *Emory L.J.*, 53, 2004, p. 913.

sula *pari passu* está compuesta por dos elementos. En primer término, se establece que todos los bonos tienen el mismo rango a la hora de su pago. No hay bonos preferentes (= bonos privilegiados que se pagan antes que otros bonos). En segundo lugar, el contrato indica que los bonos emitidos tendrán el mismo rango que los bonos antes emitidos en el pasado y que los bonos que puedan emitirse en el futuro (= no existen «emisiones preferentes de bonos» o bonos privilegiados unos frente a otros cuyo pago prevalece sobre otros bonos).

2.º) *Cláusula «collective action clause» (CAC)*. Esta «cláusula de acción colectiva», cada vez más frecuente en los contratos de emisión de bonos, evita que los *Vulture Funds* operen como *free riders* (= auténticos polizones financieros), que actúan por su cuenta al margen de los demás acreedores y que colocan a los Estados emisores de bonos en situaciones financieras muy complicadas. En efecto, esta cláusula indica que si la mayoría de los tenedores de los bonos aceptan una quita ofrecida por el emisor de los bonos, dicha quita vinculará a todos los tenedores de los bonos, lo que incluye también a los tenedores de los bonos que votaron contra la quita. En los contratos de emisión de bonos se especifica qué mayoría de tenedores de bonos es precisa para activar la «*collective action clause*». Así, por ejemplo, en la quita de los bonos griegos producida en los años 2011 y 2012, se exigió una mayoría del 75% de tenedores de bonos<sup>5</sup>. Esta cláusula rectifica los perversos efectos que pueden derivarse de una utilización agresiva de la cláusula *pari passu*, como ha mostrado L.F. GÓMEZ<sup>6</sup>.

3.º) *Cláusula «Rights Upon Future Offers (RUFO)»*. Con arreglo a esta cláusula, si el Estado emisor de los bonos realiza una oferta para mejorar las condiciones de ciertos bonistas, los demás tenedores de bonos podrán también beneficiarse de esas nuevas condiciones favorables.

4.º) *Cláusula «Negative pledge»*. Esta cláusula indica que el Estado emisor de los bonos debe ofrecer siempre las mismas garantías de pago de los bonos a todos los acreedores.

5.º) *Cláusulas «covenants»*. Estas cláusulas contienen promesas de hacer o no hacer por parte del emisor deudor. En caso de incumplimiento, los tenedores de los bonos podrán exigir responsabilidad o solicitar el pago del bono.

<sup>5</sup> Vid., sobre el caso de los préstamos griegos, en general, ARNOLD, S. y GARBER, T., «Zur Trennung privater und hoheitlicher Tätigkeit im internationalen Zivilverfahrensrecht: Gerichtsbarkeit, internationale Zuständigkeit und die Umstrukturierung griechischer Staatsanleihen 2012», *Zeitschrift für Zivilprozess international*, 20, 2015, pp. 171-206.

<sup>6</sup> GÓMEZ, L.F., «América Latina: corrigiendo las cláusulas *pari passu*», en <http://132.248.9.34/hevila/Revistalatinoadericaderechocomercialinternacional/2015/vol3/no2/1.pdf>.

6.º) *Cláusulas «Events of Default»*. Se trata de una relación de hechos económicos que, en el caso de verificarse, supone que el Estado emisor debe considerarse en situación de suspensión de pagos o quiebra. En presencia de estos *events of default*, los bonistas pueden exigir garantías por parte del Estado, soluciones concretas, o bien que les sean pagados sus bonos.

7.º) *Cláusulas «Cross default»*. Estas cláusulas permiten que, en caso de quiebra del emisor de los bonos, todos los acreedores puedan activar inmediatamente el cobro de sus bonos.

8.º) *Cláusula «Material Adverse Change»*. Cláusula que permite a los tenedores de los bonos solicitar al Estado emisor que remedie su situación de dificultad próxima a su quiebra y en el caso de que éste no lo hiciera, se puede solicitar el pago inmediato de los bonos.

9.º) *Cláusulas de Force Majeure*. Muy frecuentes, estas cláusulas especifican los casos en los que, debido a sucesos fuera del control del emisor del bono (= catástrofes naturales, epidemias, guerras, etc.), dicho emisor, el contrato queda suspendido y los pagos a los bonistas también sin que pueda exigirse responsabilidad al Estado emisor.

10.º) *Acceleration Clause*. La cláusula de aceleración recoge una serie de condiciones que, si se verifican, permite a los acreedores solicitar el montante de su inversión de una forma inmediata.

11.º) *Cláusula «Credit Default Swap» (CDS)*. Se trata de auténticos contratos de permuta de incumplimiento crediticio. Es una cobertura de riesgos que se instrumenta a través de un contrato de *swap* (permuta) sobre el bono. El comprador del *swap* paga una cantidad fija o periódica (*spread*) al vendedor del bono, que se obliga a pagar al comprador una cantidad de dinero si el bono resulta impagado a su vencimiento o el Estado incurre en *default*. Los *swaps* se negocian entre partes concretas (= contratos negociados OTC, *over the counter*), no en un mercado regulado y oficial. El *swap* opera como una apuesta. Si el bono resulta impagado, el *swap* puede realizarse y se materializa la ganancia. El vendedor del *swap* es una empresa que se dedica, precisamente a vender *swaps*, y que recibe un pago anual. En caso de falta de pago del bono, el vendedor del *swap* debe pagar lo estipulado al adquirente del *swap*. El *swap* se puede vender y transmitir, de modo que ha nacido un mercado de *naked swaps*. Estos *naked CDS* son los que surge cuando el adquirente del *swap* no es poseedor ni comprador del bono sobre el que se gira el *swap*. Cuando los CDS son muy abundantes en relación con unos concretos bonos, éstos sufren una caída de su reputación, lo que puede acelerar el *default* del Estado o de la empresa emisora. En efecto, los grandes fondos adquirentes de CDS pueden estar interesados en el *default* de un Estado para cobrar sus CDS.

#### IV. EL *DEFAULT*. IMPAGOS, QUITAS Y REESTRUCTURACIONES DE BONOS SOBERANOS

##### 1. *Las reestructuraciones de la deuda pública y el derecho de propiedad. La STEDH 21 julio 2016, Mamatas et autres vs. Grèce*

Cuando, llegado el fatídico momento, los Estados no pueden hacer frente al pago de los bonos, éstos pueden decidir que no van a pagar los bonos. Es el *default*, una decisión soberana de los Estados, una decisión política. También pueden decidir, soberanamente, que van a realizar una quita de su deuda instrumentada en bonos soberanos (= «reestructuración»). El TEDH ha indicado que ello no vulnera el derecho de propiedad de los bonistas protegido en el CEDH 1950. En efecto, en tal sentido, la STEDH 21 julio 2016, *Mamatas et autres vs. Grèce*, ha indicado que los intercambios forzosos de bonos soberanos griegos a los ahorradores para evitar la quiebra del Estado griego se ajustan al CEDH y al art. 1 Protocolo núm. 1 CEDH<sup>7</sup>. Los ahorradores griegos perdieron un 53,5% del valor nominal de los bonos. El TEDH fundamenta su decisión en dos argumentos clave: (i) La estabilidad económica del Estado y la primacía de la reestructuración de la deuda soberana constituyen exigencias imperativas que el Estado puede imponer a los ahorradores en nombre del «interés público» (= la defensa de la economía nacional en un momento de grave crisis; (ii) La medida de reestructuración permite pagar los bonos emiti-

<sup>7</sup> Texto en [https://hudoc.echr.coe.int/fre#{«itemid»:\[«001-164969»\]}](https://hudoc.echr.coe.int/fre#{«itemid»:[«001-164969»]}) y también en <http://www.tovima.gr/files/1/2016/07/21/psi1.pdf>. El FD 118 de la sentencia citada indica, en este sentido: «118. La Cour estime opportun de souligner à cet égard certains des motifs par lesquels le Tribunal de l'Union européenne a rejeté un recours introduit contre la BCE par deux cents particuliers de nationalité italienne qui détenaient des obligations de l'État grec. Le tribunal a souligné que, au regard de la situation économique de la République hellénique et des incertitudes la concernant à l'époque, les investisseurs concernés ne pouvaient prétendre avoir agi en tant qu'opérateurs économiques prudents et avisés, susceptibles de se prévaloir de l'existence d'attentes légitimes. Au contraire, lesdits investisseurs étaient censés connaître la situation économique hautement instable déterminant la fluctuation de la valeur des titres de créance grecs acquis par eux ainsi que le risque non négligeable d'une cessation de paiement. De telles transactions s'effectuaient sur des marchés particulièrement volatils, souvent soumis à des aléas et à des risques non contrôlables s'agissant de la baisse ou de l'augmentation de la valeur de tels titres, ce qui pouvait inciter à spéculer pour obtenir des rendements élevés dans un laps de temps très court. Dès lors, à supposer même que tous les requérants ne fussent pas engagés dans des transactions de nature spéculative, ils devaient être conscients desdits aléas et risques quant à une éventuelle perte considérable de la valeur des titres acquis. Cela est d'autant plus vrai que, même avant le début de sa crise financière en 2009, l'État grec émetteur faisait déjà face à un endettement et à un déficit élevés».



dos con una quita que no es proporcionalmente excesiva para los ahorradores, que estaban obligados a asumir el riesgo de que todos los bonos soberanos no están nunca «libres de riesgo de impago». El TEDH indica que los bonistas debían ser conscientes de los riesgos que supone la adquisición de bonos soberanos, especialmente, en casos de inversión a largo plazo, y cuando el Estado emisor sufre un déficit muy elevado y su nivel de deuda soberana es muy alto. El TEDH indicó que los bonistas deben actuar «como operadores prudentes y conscientes».

## 2. Los fondos buitres (*Vulture Funds*)

Visto que con frecuencia los Estados emisores de bonos incurrían en *de-fault* (= insolvencia del Estado, quiebra de las arcas públicas, falta de liquidez monetaria para satisfacer el pago de los bonos, quiebra financiera del Estado, etc.), es frecuente que el Estado emisor ofrezca «quitas de los bonos». Es decir, el Estado, que no tiene dinero para pagar el valor del bono en la fecha de su vencimiento, ofrece, por ejemplo, que pagará exclusivamente el 20% del valor del bono o que los canjeará por otros de menor valor. Algunos tenedores de bonos aceptan la quita y otros no. Pues bien, visto que la cláusula *pari passu* afecta a todos los tenedores de bonos, el Estado emisor debe pagar a todos los tenedores de bonos, ya hayan aceptado o no la quita. Todos deben cobrar porque todos los bonos son de igual condición, aunque el 95% de los tenedores de bonos hayan aceptado una quita estatal y sólo un 5% no la haya aceptado. En situaciones de crisis financieras globales, los tenedores de bonos suelen aceptar las quitas ante el peligro de no poder cobrar nada de nada de sus bonos, porque el Estado siempre puede decidir no pagar y declararse en quiebra. Mejor cobrar un 20% del valor del bono y sus intereses que no cobrar nada. Sin embargo, ciertos inversores agresivos, como los conocidos como *vulture funds* o *bold-outs* (= «fondos buitres» / «acreedores descolgados»), adquieren bonos de deuda pública de un Estado o de una empresa que se encuentra en graves dificultades de pago. Como es muy probable que los emisores de esos bonos no los paguen, su valor en el mercado es muy reducido. Los *vulture funds* se arriesgan y compran un bono cuyo pago es muy improbable por una cantidad muy baja, pues su tenedor está deseando venderlo. Así, un bono de 100 (= *face value*) puede adquirirse a 20. Después el *vulture fund* resiste la crisis e insiste al Estado o empresa emisora del bono que desea cobrar el 100% del valor del bono y que no acepta quita alguna. El *vulture fund* persigue, así, obtener una ganancia de 80. Ante el impago del 100% del bono, los *vulture funds* suelen iniciar acciones

legales ante los jueces del Nueva York o Londres, y de modo paralelo, tratan de embargar e inmovilizar activos del Estado deudor sea cual sea el país donde se hallen. Incluso bienes destinados a funciones estatales: naves de Estado, material militar, embajadas, e incluso fósiles de dinosaurios prestados a museos europeos, etc. El fondo buitres vuela y planea sobre un Estado que se encuentra en una situación económica crítica. Espera, desde el cielo, el desfallecimiento del Estado para atacar y lanzarse sobre sus bienes. El fondo buitres está siempre a la caza del mayor beneficio y las consideraciones relativas a la soberanía del Estado o a la prestación de servicios sociales por parte del mismo y sobre la solvencia financiera del Estado son, para dicho fondo, totalmente irrelevantes, como ha explicado S.D. ARONAS<sup>8</sup>. Esta situación permite comprender la dinámica del caso de la fragata argentina «Libertad», que fue inmovilizada en el puerto de Tema, Ghana, en el año 2012 tras una petición de embargo de varios fondos buitres. También es de la máxima importancia el análisis del contrato de emisión de los bonos para averiguar si el Estado ha renunciado a su inmunidad de jurisdicción y/o ejecución y hasta qué punto.

## V. JURISDICCIÓN COMPETENTE Y LEY APLICABLE A LOS CONTRATOS DE EMISIÓN Y SUSCRIPCIÓN DE BONOS SOBERANOS

### 1. *Contratos de emisión de bonos soberanos. Jurisdicción competente y Ley aplicable*

Desde el punto de vista del Derecho internacional privado europeo, los contratos firmados entre los Estados que emiten bonos soberanos, por un lado, y los bancos colocadores y gestores de la emisión de los bonos por otra parte, son «contratos de prestación de servicios» (art. 4.1.b) Reglamento Roma I) y en concreto, constituyen «contratos de prestación de servicios bancarios»<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> ARONAS, S.D., «Comentarios sobre notas dedicadas a los fondos buitres y deuda soberana», <http://sdaeconomia.blogspot.com.es/2013/06/mas-sobre-fondos-buitres-y-deuda.html> (30 junio 2013).

<sup>9</sup> Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) (DOUE L 177 de 4 julio 2008). La bibliografía sobre este Reglamento y su antecesor, el ya mítico Convenio de Roma de 19 junio 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, es inabarcable. *Vid.* con especial atención a los contratos de prestación de servicios lo que puede resultar útil para el análisis de los contratos celebrados en el marco de una emisión de bonos soberanos, *inter alia*, AGUILAR GRIEDER, H., «Desafíos y tendencias en el actual Derecho Internacional Privado europeo de

El concepto de «contrato de prestación de servicios» empleado por el precepto citado, en efecto, debe interpretarse en un sentido muy amplio. En efecto, sólo de ese modo se logra un auténtico efecto útil del art. 4.1.b RR-I

---

los contratos», *Cuadernos de Derecho Transnacional CDT*, 2012, pp. 23-48; ANCEL, M.-E., «Les contrats de distribution et la nouvelle donne du règlement Rome I», *RCDIP*, 2008, pp. 561-579; ANCEL, M.É.; DEUMIER, P. y LAZOUZI, M., *Droit des contrats internationaux*, Paris, Sirey, 2017; ARENAS GARCÍA, R., «La distinción entre obligaciones contractuales y obligaciones extracontractuales en los instrumentos comunitarios de Derecho internacional privado», *AEDIP*, 2006, pp. 393-415; BÜCKEN, A., *Internationales Beweisrecht im europäischen internationalen Schuldrecht*, Baden-Baden, Nomos, 2016; G.-P. CALLIÉS (ed.), *Rome Regulations: Commentary*, 2ª ed., Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2015; CALVO CARAVACA, A.-L., «El Reglamento Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas», *CDT*, 2009-II, pp. 52-133; CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *La Ley aplicable a los contratos internacionales: el Reglamento Roma I*, Madrid, Colex, 2009; CARRILLO POZO, L.F., «Rigor mortis (La ley aplicable al contrato a falta de elección en los trabajos de reforma del Convenio de Roma de 1980)», en AA.VV. (coords.), *Hacia un derecho conflictual europeo: realizaciones y perspectivas. Verso un diritto internazionale privato europeo: risultati e prospettive*, Universidad de Sevilla, 2008, pp. 11-41; CASTELLANOS RUIZ, E., *El reglamento Roma I sobre la ley aplicable a los contratos internacionales y su aplicación por los tribunales españoles*, Granada, Comares, 2009; CEBRIAN SALVAT, M.A., «Estrategia procesal y litigación internacional en la Unión Europea: distinción entre materia contractual y extracontractual», *CDT*, 2014, pp. 315-329; FERRARI, F., «De Roma a Roma Vía Bruselas Comentarios sobre la ley aplicable a obligaciones contractuales en ausencia de elección de las partes (art. 4 RR I)», *AEDIP*, t. XIV-XV, 2014-2015, pp. 127-140; ID., «Quelques remarques sur le droit applicable aux obligations contractuelles en l'absence de choix des parties (art. 4 du règlement Rome I)», *RCDIP*, 2009, pp. 460-482; ID., «From Rome to Rome via Brussels: Remarks on the Law Applicable to Contractual Obligations Absent a Choice by the Parties (art. 4 of the Rome I Regulation)», *RabelsZ*, vol. 73, n.º 4, 2009, pp. 750-769; F. FERRARI (ed.), *Rome I Regulation: pocket commentary*, Munich, Sellier European Law Publ., 2015; FRANZINA, P., «Le clausole «gravemente inique» per il creditore nei contratti commerciali internazionali: note sui rapporti fra la Direttiva 2011/7/UE e il Regolamento Roma I», *CDT*, 2014, pp. 75-90; FRANCO, S., «Le Règlement 'Rome I' sur la loi applicable aux obligations contractuelles», *JDI Clunet*, 2009, pp. 40-69; HAFTEL, B., «Entre 'Rome II' et 'Bruxelles I': l'interprétation communautaire uniforme du règlement 'Rome I'», *JDI Clunet*, 2010, pp. 761-788; KENFACK, H., «Le Règlement (CE) n.º 593/2008 du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles («Rome I»), navire stable aux instruments efficaces de navigation?», *JDI Clunet*, 2009, pp. 2-39; MANKOWSKI, P. y MAGNUS, U. (eds.), *Rome I Regulation*, Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2017; MANKOWSKI, P., «The Principle of Characteristic Performance Revisited Yet Again», en K. BOELE-WOELKI, T. EINHORN, D. GIRSBERGER y S. SYMEONIDES, *Convergence and Divergence in Private International Law. Liber Amicorum Kurt Siebr*, Zürich, Basel, Genf, The Hague, Eleven International Publishing/Schulthess Verlag, 2010, pp. 434-462; LAGARDE, P. y TENENBAUM, A., «De la convention de Rome au règlement Rome I», *RCDIP*, 2008, pp. 727-780; LARDEUX, G., *Droit international privé des obligations contractuelles*, Bruxelles, Larcier, 2016; MCPARLAND, M., *The Rome I Regulation on the law applicable to contractual obligations*, Oxford, Oxford University Press, 2015; POILLOT-PERUZZETTO, S., «Le règlement Rome I du 17 juin 2007 sur la loi applicable aux obligations contractuelles», *Répertoire Dalloz de Droit communautaire, Cahiers de l'actualité*, 2008-5, pp. 3-11; UBERTAZZI, B., *Il regolamento Roma I sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali*, Milano, Giuffrè, 2008.

y se evita entrar en disquisiciones sobre cuál es la prestación característica de este contrato. El legislador de la UE ha querido evitar tales debates jurídicos y ha buscado simplificar la precisión de la Ley aplicable al contrato de prestación de servicios. En este sentido, el contrato de prestación de servicios comprende los contratos que generan tanto obligaciones de medios como de resultado. Comprende también los contratos que generan obligaciones tanto de hacer como de no hacer y los contratos que comportan la obligación de poner a disposición una cosa, como el préstamo). Por tanto, el concepto de prestación de servicios no debe ser identificado exclusivamente con el «contrato de arrendamiento de servicios» («*contrat d'entreprise*»). El concepto de contrato de prestación de servicios incluye innumerables contratos concretos bien conocidos en la práctica civil y mercantil internacional, tanto típicos como atípicos. La voluntad del legislador europeo ha sido la de concentrar un muy amplio número de contratos bajo el art. 4.1.b) RR-I, pues todos ellos corresponden al mismo esquema contractual de «intercambio de actividad por remuneración». En este sentido se ha pronunciado la jurisprudencia europea (STJUE 11 marzo 2010, C-19/09, *Wood Floor* [contrato de agencia a ejecutar en varios Estados], STJCE 9 julio 2009, C-204/08, *Air Baltic*; STJCE 23 abril 2009, *Falco*, FD 29-32, y Conclusiones Abogado General VERICA TRSTENJAK, 27 enero 2009, n. 57-58 [contrato de licencia a través del cual el titular de los derechos de autor, con sede en Austria, autoriza a otro sujeto, con sede en Alemania, a vender grabaciones en audio y vídeo de un concierto del cantante Falco en Austria, Alemania y Suiza])<sup>10</sup>. Indica la STJUE 19 diciembre 2013, C-9/12, *Corman-Collins*, FD 37:

«el concepto de «servicios» implica, como mínimo, que la parte que los presta lleve a cabo una determinada actividad como contrapartida de una remuneración (...) la existencia de una actividad, requiere la ejecución de actos positivos, con exclusión de la simple abstención [...] el concesionario

<sup>10</sup> Vid. STJCE 9 julio 2009, C-204/08, *Peter Rehder vs. Air Baltic Corporation*, Recopilación, 2009, p. I-6073. [ECLI:EU:C:2009:439] en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=76299&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=56820>; STJCE 23 abril 2009, C-533/07, *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch vs. Gisela Weller-Lindborst*, Recopilación, 2009, p. I-3327. [ECLI:EU:C:2009:257] en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=77990&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=1214941>; STJUE 11 marzo 2010, C-19/09, *Wood Floor Solutions Andreas Domberger GmbH vs. Silva Trade SA*, Recopilación, 2010, p. I-2121. [ECLI:EU:C:2010:137] en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=79844&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=57514>.

está en condiciones de ofrecer a los clientes servicios y ventajas que no puede ofrecer un simple revendedor, y de obtener así una mayor cuota del mercado local, en beneficio de los productos del concedente»<sup>11</sup>).

El Derecho de la UE proporciona, exclusivamente, ciertos datos sobre el concepto de «contrato de prestación de servicios», que pueden ser recabados del antiguo art. 50 TCE, y de la Directiva 2006/123/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2006, relativa a los servicios en el mercado interior. La noción «contrato de prestación de servicios» empleada por el art. 5.1 RB I-bis es una «noción económica» y no «jurídica» (J.-M. JACQUET)<sup>12</sup>. Por ello, debe definirse con arreglo a criterios económicos y no mediante un análisis jurídico de la Ley que rige el contrato y que establece el cuadro de obligaciones que nacen del contrato.

A partir de tales criterios económicos, el contrato de prestación de servicios puede ser definido como el «contrato que tiene como objetivo principal la prestación de una actividad que consiste en la realización de conductas positivas de dar, hacer o no hacer una cosa, a título oneroso, gratuito o lucrativo, y no en transmitir la propiedad de una cosa o en ceder facultades dominicales» (P. BERLIOZ)<sup>13</sup>.

Estos contratos se rigen por la Ley elegida por las partes (art. 3 RR-I). En su defecto, se aplica la Ley donde radica la administración central o sede del banco, que es el prestador de servicios (art. 4.1.b RR-I). Estos contratos entre bancos intermediarios y Estados no suelen generar excesivas controversias judiciales entre las partes. Es usual que los contratos contengan cláusulas de elección ley y cláusulas de designación de los tribunales competentes o de arbitraje para el caso de litigio.

## 2. *Contratos de suscripción de bonos soberanos. Jurisdicción competente y Ley aplicable*

Los aspectos relativos a la jurisdicción competente y a la Ley aplicable a los contratos de suscripción de los bonos son revisten una importancia extraor-

<sup>11</sup> STJUE 19 diciembre 2013, C-9/12, *Corman-Collins SA vs. La Maison du Whisky SA*. [ECLI:EU:C:2013:860] en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=145906&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=61308>.

<sup>12</sup> JACQUET, J.-M., «Nota a Sents. Cour Cass. Francia de 23 enero 2007, 27 marzo 2007, 14 noviembre 2007, 5 marzo 2008», *JDI Clunet*, 2008, pp. 521-531; J.-M. JACQUET, «Nota a sent. Cass Francia 6 junio 2010», *JDI Clunet*, 2010, pp. 493-496.

<sup>13</sup> BERLIOZ, P., «La notion de fourniture de services au sens de l'article 5-1 b) du règlement Bruxelles I», *JDI Clunet*, 2008, pp. 675-717.

dinaria desde el punto de vista económico y jurídico, como ha observado de manera muy sugerente H. MUIR WATT en su excelente estudio sobre la cuestión<sup>14</sup>. La suscripción de los bonos soberanos tiene lugar a través del llamado «contrato de deuda», concluido entre los emisores de los bonos (= los Estados soberanos) y los suscriptores (= los inversionistas o bonistas).

Desde el punto de vista del Derecho internacional privado europeo, este contrato –que es, en realidad, un contrato de compra de bonos–, se rige por la Ley elegida por las partes (art. 3 RR-I). En su defecto, se aplica, en el caso de un Estado emisor de deuda en bonos soberanos, por la Ley de dicho Estado (art. 4.2 RR-I), que es el «prestador característico» en este contrato. En la práctica, todos estos contratos contienen una cláusula de elección de tribunal competente en favor de los tribunales de Nueva York o de Londres y una correlativa cláusula de elección de Ley en favor de la Ley de Nueva York o de la Ley inglesa.

Las obligaciones que derivan del carácter negociable de los bonos emitidos están excluidas del Reglamento Roma I (art. 1.2.d y Cons. 9 RR-I). Cuestiones como el endoso de tales bonos no se rigen por el Reglamento Roma I.

Por lo que se refiere a los tribunales competentes para decidir las controversias que se puedan derivar de este contrato de suscripción de los bonos soberanos, debe recordarse que estos contratos indican, con extrema frecuencia, que en caso de controversia entre los tenedores de los bonos y los emisores-deudores, serán competentes los tribunales de Nueva York o de Londres. Del mismo modo, suele indicarse que la Ley aplicable será bien la Ley de Nueva York o bien la Ley inglesa, respectivamente. Ello explica que la crisis de los bonos argentinos haya suscitado reclamaciones judiciales por parte de los *vulture funds* ante los jueces de Nueva York (= pues así se determinó en el contrato), y que la Ley aplicable a tales reclamaciones sea la Ley de Nueva York (= pues el contrato contenía un *pactum de lege utenda* en favor de la Ley neoyorquina). En este sentido es interesante el art. 13 del *Master Agreement SIDA*, que contiene previsiones sobre «*Governing Law*» y «*Jurisdiction*»<sup>15</sup>.

La elección del Derecho de Nueva York como ordenamiento jurídico regulador de estos contratos, se explica por múltiples motivos:

<sup>14</sup> MUIR WATT, H., «Dette souveraine et main visible du marché: de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats», *RCDIP*, 2015 pp. 331-353.

<sup>15</sup> *Vid.* (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065696/00011931251118050/dex101.htm> y <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1107694/000119312508091225/dex1032.htm>).

En primer término, dicha normativa permite el uso de los contratos tipo ISDA, y admite que sea el comité ISDA el que decida si un Estado ha incurrido en situación de *default*. Debe tenerse presente que las agencias de *rating* más relevantes del mundo (*Moody's Investor's Service Inc.*, *Standard & Poor's Financial Services LLC* y *Fitch Group Inc.*, ejercen una poderosa influencia en todas estas operaciones, al calificar las emisiones de bonos y la solvencia de los emisores. En efecto, una calificación negativa de estos bonos es tomada en cuenta de modo muy relevante por ISDA para estimar que el Estado está en situación de *default*.

En segundo lugar, esta ley admite una muy amplia autonomía de la voluntad material de los contratantes. Éstos pueden introducir en el contrato las cláusulas que estimen pertinentes. Por lo general, los jueces neoyorkinos respetan lo pactado en el contrato.

En tercer lugar, esta Ley permite que los acreedores se organicen a través de una agrupación (*trust*) para defender sus intereses.

En cuarto lugar, se trata de una Ley neutral para el Estado emisor y los inversionistas que evita la aplicación de la Ley del Estado emisor. Al eludir la aplicación de la Ley del Estado emisor como *Lex Contractus*, se evita la tentación del Estado de modificar sus propias leyes para declararse en quiebra, no pagar, devaluar su moneda o cambiar la moneda de cuenta o de pago, etc. Debe, de todos modos, tenerse presente que los Estados emisores suelen promulgar leyes «leyes económicas» para reducir sus deudas, pagar a la baja sus propios bonos, etc. La aplicación de estas leyes por los jueces de Nueva York o de otros países sólo procede si tales jueces acceden a aplicar dichas normativas a título de «leyes de policía de terceros Estados», lo que no es frecuente.

En quinto lugar, la Ley de Nueva York admite la licitud de la compra de bonos soberanos con la intención de cobrarla al 100%. (*N.Y. Jud. Law § 489: NY Code – Section 489: Purchase of claims by corporations or collection agencies*).

Existe una muy interesante competencia entre la jurisdicción de Nueva York y la jurisdicción inglesa, entre la Ley de Nueva York y la ley inglesa. Las leyes de Nueva York permiten a los jueces que obliguen a las partes a negociar y a reducir la deuda con el propósito de que se pague en un montante razonable. Por el contrario, las leyes inglesas son estrictas y favorecen a los acreedores *free riders*. Indica el FMI que, desde 2016, el 74% de emisiones de bonos soberanos se realizan en Nueva York se someten a la jurisdicción de los tribunales de esta ciudad y se sujetan a la Ley de Nueva York. Para el Estado de Nueva York es de capital importancia mantener vivo este sector y lograr que las grandes emisiones de bonos soberanos se sigan realizando en Nueva York, pues suponen unos ingresos muy relevantes para los operadores financieros de *Wall Street*.

## VI. EJECUCIÓN INTERNACIONAL DE LAS CONDENAS DE PAGO OBTENIDAS POR FONDOS BUITRE

### 1. *Sentencias claudicantes*

Cuando unos fondos buitres obtienen en Nueva York una sentencia favorable al cobro del 100% de sus bonos, se encuentran con graves problemas de ejecución de tal sentencia norteamericana. Resultará imposible ejecutarla sobre activos del Estado deudor que se encuentren en el territorio del Estado emisor, pues el Estado, a través de la cláusula de orden público internacional, se negará a ello y alegará a tal efecto, expone R. THEA, un perjuicio para su soberanía económica para la sostenibilidad financiera<sup>16</sup>. Difícil será también ejecutarla en el territorio de otros Estados si el Estado ejecutado opone con éxito la inmunidad de ejecución o si dicho Estado «esconde sus bienes». Por ello es frecuente que los fondos buitres insten a los tribunales de Nueva York que congele el pago de los bonos a los demás bonistas en Nueva York, como garantía de cobro de sus propios bonos, ya que los capitales para dichos pagos a efectuar a los bonistas se encuentran en Nueva York. La situación bloquea el pago a los bonistas que aceptaron la quita o la reestructuración, porque los bancos encargados de pagar materialmente los bonos en Nueva York no pagan, ya que no desean desobedecer las órdenes dictadas por los jueces de Nueva York y porque podrían ser, a su vez, demandados, al desobedecer una orden judicial y romper la «cláusula *pari passu*». La situación conduce, como muestra A.O. KRUEGER, a una crisis global de todos los participantes en estas operaciones<sup>17</sup>. Algunos Estados han intentado burlar estos bloqueos mediante un cambio de banco encargado del pago a los bonistas, de modo que el nuevo banco encargado ahora de pagar los bonos se sitúa en otro Estado, bien lejos de Nueva York, como por ejemplo en Londres o Bruselas. Así, en el caso de la deuda argentina, este país elaboró una normativa para sustituir al banco *New York Mellon Corp.*, banco *trustee* encargado del pago a los bonistas, por el banco nacional de Argentina. Este movimiento, en la práctica, no es conveniente para el Estado emisor, porque supone en todo caso una vulneración de la cláusula *pari passu*, con lo que el Estado es calificado de incumplidor y pierde crédito

<sup>16</sup> THEA, R., «Un fallo que atenta contra la inmunidad soberana», <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-252146-2014-08-03.html> (3 agosto 2014).

<sup>17</sup> KRUEGER, A.O., «El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana: Un año después», 12 noviembre 2002 (<https://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202s.htm>).



en los mercados internacionales. Puede ser que sea capaz de pagar a los bonistas reestructurados, pero tendrá muy difícil emitir con éxito nuevas series de bonos, porque los inversores desconfían de los Estados emisores que incumplen mandatos judiciales y que no pagan lo que se comprometieron a pagar. Por otro lado, todo es complicado, porque los acreedores suelen demandar en otros países al primer *trustee* al que reclaman el pago de los fondos que tienen depositados.

## 2. *Inmunidad de jurisdicción y de ejecución y deuda soberana.* *El caso argentino, los fondos buitres y la fragata «Libertad»*

En febrero de 2013, un conjunto de acreedores de Argentina por una serie de emisiones de bonos en dólares norteamericanos abrió procesos judiciales en Nueva York por un valor total de unos 3.000 millones de dólares entre capital de la deuda e intereses. El fondo de inversión *Elliot* consiguió embargar 90 millones de dólares que se encontraban en los Estados Unidos de América y que pertenecían a Argentina como resultado de la privatización de su Banco Hipotecario. Argentina ofreció pagar a estos fondos con las mismas condiciones que pagó al resto de bonistas que accedieron a la quita. Un juez Nueva York indicó que un trato igualitario a los acreedores supone que Argentina debe pagar en primer lugar a los fondos acreedores el 100% de su deuda no reducida y que posteriormente, podrá seguir pagando los bonos reducidos.

En la mayor parte de los países del mundo, la inmunidad de jurisdicción es una práctica pacíficamente admitida<sup>18</sup>. De ese modo, los intentos de embargar

---

<sup>18</sup> *Vid. inter alia*, y en relación con los desarrollos más recientes sobre la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución, en particular en el caso de España, GUTIÉRREZ ESPADA, C., «Sobre la inmunidad de jurisdicción de los estados extranjeros en España, a la luz de la Ley Orgánica 16/2015, de 27 de octubre», *CDT*, 2016, pp. 5-33; CARRERA HERNÁNDEZ, F.J., «La inmunidad de ejecución de los Estados en la Convención de Naciones Unidas sobre las inmunidades jurisdiccionales de los Estados y sus bienes», *REDI*, 2006, pp. 711-736; CEBRIÁN SALVAT, M.A., «Daños causados por un Estado en la comisión de crímenes de guerra fuera de su territorio inmunidad de jurisdicción, competencia judicial internacional y tutela judicial efectiva», *CDT*, vol. 5, n.º 2, 2013, pp. 265-290; ESPÓSITO MASSICCI, C., *Inmunidad del Estado y Derechos Humanos*, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2007; FERRER LLORET, J., «La Ley Orgánica 16/2015 sobre inmunidades: ¿aporta una mayor seguridad jurídica a los operadores del Derecho? Una valoración provisional», *REDI*, vol. 68, n.º 1, 2016, pp. 73-84; GÓMEZ JENE, M., «Inmunidad y transacciones mercantiles internacionales», *CDT*, 2011, pp. 155-178; GONZÁLEZ VARGAS, J.A., «Inmunidades, Derecho internacional y tutela judicial en la Ley Orgánica 16/2015, de 27 de octubre, sobre inmunidades, ¿juego de espejos en el callejón del Gato?», *REDI*, vol. 68, n.º 1, 2016,

y ejecutar bienes de Argentina situados en otros países del mundo no han tenido éxito. En efecto, estos embargos no llegan a practicarse o se levantan con relativa rapidez. La inmunidad de jurisdicción y de ejecución de la República argentina salvaguarda, así, las sedes diplomáticas y consulares de Argentina en todo el mundo, los sueldos de los diplomáticos, los bienes activos civiles y militares argentinos y otros bienes, recursos y capitales que pertenecen a Argentina y que se hallan en otros países.

En 2010, cuando el fondo de inversión MNL logró trabar con éxito, en Ghana, el embargo de la fragata «Libertad», perteneciente a la Armada argentina<sup>19</sup>. Dicha fragata desarrolla funciones de «buque escuela». En efecto, un tribunal de Ghana ordenó y trabó el embargo de la fragata «Libertad» tras la petición en dicho sentido, de un juzgado de Nueva York ante el que reclamaban diversos fondos de inversión el pago de la deuda argentina. La fragata «Libertad» fue retenida en el puerto ghanés de Tema el 2 octubre 2010 ante el impago de 370 millones USD de dólares al fondo de inversión NML Capital, dirigido por el estadounidense Paul Singer, uno de los financiadores más notables de las campañas electorales del Partido Republicano de los Estados Unidos de América. Las autoridades de Ghana estimaron que Argentina había renunciado a su inmunidad diplomática al firmar el acuerdo de pago con sus acreedores. Tras diversos avatares legales, el Tribunal Internacional del Derecho del Mar, con sede en Hamburgo, decidió el 12 diciembre 2010 levantar el embargo sobre la fragata «Libertad». El citado Tribunal indicó que la fragata en cuestión era un buque de guerra afecto a las funciones soberanas de la República Argentina y que, por tanto, era inembargable con arreglo a la Convención de las Naciones Unidas sobre el Derecho del Mar<sup>20</sup>. Los *fondos buitres* fueron condenados a pagar los muy cuantiosos gastos portuarios generados por la retención de la fragata *Libertad* en Ghana<sup>21</sup>.

---

pp. 85-97; González Vega, J.A., «Inmunidades, Derecho internacional y tutela judicial en la Ley Orgánica 16/2015, de 27 de octubre, sobre inmunidades, ¿juego de espejos en el callejón del Gato?», *REDI*, 2016, pp. 85-97; C. GUTIÉRREZ ESPADA/M.J. CERVELL HORTAL, *El Derecho internacional en la encrucijada: Curso general de Derecho Internacional Público*, 4ª ed., Madrid, Trotta, 2017, pp. 67-77; REQUEJO ISIDRO, M., *Violaciones graves de derechos humanos y responsabilidad civil (Transnational Human Rights Claims)*, Cizur Menor, Thomson Aranzadi, 2009.

<sup>19</sup> INFANTE, M.T., «La fragata argentina Ara-Libertad. Inmunidad y deuda soberana», <http://www.iei.uchile.cl/noticias/88906/la-fragata-argentina-ara-libertad-inmunidad-y-deuda-soberana> (31 enero 2013).

<sup>20</sup> ARROYO, I., «La fragata ‘Libertad’ recupera la libertad», *diario El País*, 19 diciembre 2012.

<sup>21</sup> LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., «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*, n. 9, 2013, pp. 21-26.

En los Estados Unidos de América, ciertos acreedores han logrado obtener sentencias de condena contra Argentina por la deuda emitida. Sin embargo, explica J.I. IRIGARAY, los jueces argentinos han denegado la ejecución de dichas sentencias en Argentina gracias a las «leyes de emergencia económica», que protegen la quita realizada por Argentina<sup>22</sup>.

Otra iniciativa de los fondos *Elliot, Dart* y *Aurelius* consiste en bloquear el pago de los bonos argentinos con base en la cláusula *pari passu* o «cláusula RUFO» (= «*Rights Upon Future Offerings*»). Esta cláusula establece que todos los acreedores de Argentina (= los bonistas) deben ser tratados del mismo modo. En efecto, si los acreedores que aceptaron la reestructuración de la deuda (= «tenedores de los nuevos bonos reestructurados»), van a cobrar su deuda (= «deuda reducida»), también deberían cobrar los acreedores de los bonos originales su deuda originaria (= cada uno cobra la deuda de la que es acreedor). Argentina sostiene que si paga el 100% a los acreedores de los bonos originarios, tendría que pagar también el 100% a todos los bonistas y el país quebraría, pues la deuda ascendería a unos 90.000 millones de dólares. Argentina se quedaría sin fondos y suspendería pagos. El *Total Default*. Tras el fracaso de los acuerdos entre Argentina y los fondos acreedores, Argentina demandó a los EEUU ante el TIJ por la actuación de sus tribunales en relación con la reestructuración de su deuda soberana. Efectivamente, el 7 agosto 2014, la República Argentina depositó en la Secretaría del TIJ en La Haya una demanda («*Application instituting proceedings*») contra los EEUU. Argentina sostiene que las resoluciones de los tribunales norteamericanos atentan contra la soberanía argentina y vulneran la inmunidad de jurisdicción del Estado argentino. Argentina estima que el TIJ es competente para conocer de este litigio en aplicación del art. 38.5 del Reglamento del TIJ. Este tribunal ha trasladado la demanda a los EEUU, que deben aceptar la competencia del Tribunal, lo que no parece muy probable. Vista la situación de *impasse*, se ha subrayado que es posible que los fondos buitres acepten dinero de Argentina pagado por terceros o incluso fuera de canales jurídicos (= «pagos escondidos») y renuncien así a ejercer sus acciones legales completamente. Ese «acuerdo secreto», comentan J.J. CRUCES/E. LEVY YEYATI, es posible<sup>23</sup>. En 2016, Argentina pagó 9300 millones de dólares a los fondos buitres que le demandaban el pago de sus bonos.

<sup>22</sup> IRIGARAY, J.I., «Argentina torea, por ahora, a los fondos 'buitre'», <http://www.elmundo.es/internacional/2014/09/11/54110208ca4741d01d8b4572.html> (11/09/2014).

<sup>23</sup> CRUCES, J.J. y LEVY YEYATI, E., «What the world can learn from Argentina's holdout saga», 20 May 2016 (<http://voxeu.org/article/what-world-can-learn-argentinaholdout-saga>).

Dicho pago se financió, naturalmente, con una nueva emisión de deuda pública. De este modo, y con la intervención de mediadores profesionales, expone A. STEVENSON, tuvo lugar el pago de lo adeudado a los fondos buitres, lo que permitió a Argentina volver a participar en los mercados internacionales de financiación<sup>24</sup>. De todos modos, la historia no ha terminado del todo, pues un 2% de los bonistas, sujetos particulares, no participaron en este último acuerdo y todavía hoy reclaman, ante tribunales de Nueva York, el 100% de sus bonos<sup>25</sup>.

La proliferación de embargos y de fallos contrarios a Argentina en tribunales de todo el mundo, por mínimos que resulten, provoca una consecuencia económica devastadora: los títulos y bonos argentinos se deprecian y se hunden en todos los mercados del mundo ante el pavor de que el país pueda entrar en bancarota. Argentina queda fuera de los mercados financieros internacionales (= los grandes bancos no prestan dinero a Argentina). El Gobierno se ve obligado a devaluar la moneda argentina para poder pagar en «moneda devaluada» (= como hizo Alemania tras la Primera Guerra Mundial para poder pagar las gigantescas reparaciones de guerra establecidas en el Tratado de Versalles) y la inflación se dispara hasta el 30%. Los ahorradores argentinos lo pierden todo y la economía se colapsa ante la imposibilidad de hacer negocios en ese escenario de inflación desbocada.

## VII. REFLEXIONES FINALES

Cuentan las crónicas clásicas que Calpurnia, esposa de Julio César, tuvo un funesto sueño premonitorio en los *Idus* de marzo, el 15 de marzo del año 44 a.d.C. En dicho sueño, Calpurnia vio como sangraba la estatua de César colocada en la puerta del Senado romano, y pudo contemplar como numerosos ciudadanos romanos lavaban sus manos en la sangre del divino César. El resto de la historia es bien conocido y se evoca con sentida emoción, cuando hoy se visita el Largo Argentina, en la Ciudad Eterna. El futuro de los bonos soberanos es también la historia de los *Idus* de marzo. Para muchos Estados, los bonos soberanos representan la ambición por financiarse por encima de sus

<sup>24</sup> STEVENSON, A., «Cómo resolvió Argentina su deuda multimillonaria con los fondos buitre», *The New York Times*, 27 abril 2016 (<https://www.nytimes.com/es/2016/04/27/como-resolvio-argentina-su-deuda-multimillonaria-con-los-fondos-buitre/>).

<sup>25</sup> BURGUEÑO, C., «El «Juicio del Siglo» entre Argentina y los fondos buitre pone en riesgo la economía» (23 octubre 2017) en <http://www.conclusion.com.ar/ubicacion/por-la-web/el-juicio-del-siglo-entre-argentina-y-los-fondos-buitre-pone-en-riesgo-la-economia/10/2017/>

posibilidades. Para alcanzar tal objetivo, los bonos se deslocalizan: se emiten en Nueva York, las controversias que de ellos derivan se someten a la Ley de Nueva York y se declara aplicable la Ley de Nueva York. Sin embargo, cuando la ambición supera un límite razonable, marcado por la credibilidad del Estado en el cumplimiento de sus obligaciones financieras, los acreedores sienten miedo de no cobrar y, armados las más de las veces con la jurisdicción de Nueva York y la Ley de Nueva York, no dudan en desenfundar sus puñales en forma de demandas judiciales y en hundirlos en los costados del Estado deudor. En ese momento, todo está perdido, porque el Estado, como Julio César, ha ido demasiado lejos, y, si no quiere dejar de existir en los mercados internacionales, entonces deberá aprender el significado de la palabra «pagar». Y lo aprenderá a un precio realmente elevado. El precio de la ambición financiera.

