

**EXIT CONSENTS: UN EMBATE CONTRA EL PROBLEMA HOLDOUT**

Alejandro Ezequiel COTO \*

---

Fecha de recepción: 18 de enero de 2017

Fecha de aprobación: 10 de marzo de 2017

**Resumen**

El problema *holdout* constituye un obstáculo para la reestructuración de deudas soberanas que perjudica tanto a los Estados deudores como a los bonistas colaborativos. En este artículo se abordan los *exit consents* como un instituto por el cual se combinan los incentivos positivos para lograr acuerdos de reestructuración de deuda e incentivos negativos para que los acreedores no colaborativos se abstengan de especular en relación con aquéllos. Dado que la mayoría de las emisiones de bonos están sujetas al Derecho y la jurisdicción de Nueva York o Inglaterra, éstos son analizados para determinar hasta dónde los *exit consent* son posibles para aquéllos.

**Palabras clave**

Consentimiento de salida – consentimiento de enmienda – *holdouts* – deuda pública – reestructuración de deuda – bonos soberanos – *Trust Indenture Act* de 1939 – cláusulas de acción colectiva

**EXIT CONSENTS: A SHOCK ATTACK AGAINST THE HOLDOUT PROBLEM**

---

\* Abogado con especialización en derecho económico empresarial graduado con diploma de honor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires (UBA - Argentina). Bachiller graduado del Colegio Nacional de Buenos Aires (UBA). Ex Director, Subdirector y Redactor de *Lecciones y Ensayos* (UBA). Ex becario de investigación en el proyecto DeCyT 2014-2016 (DCT1405). Correo electrónico de contacto: [alexandroscoto@gmail.com](mailto:alexandroscoto@gmail.com)

## Abstract

The holdout problem constitutes an obstacle for sovereign debt restructuring that impairs debtor States as much as collaborative creditors. This article approaches exit consents as a juridical figure by which positive incentives for the closing of debt restructuring agreements and negative incentives for the prevention of non-collaborative creditors speculating with such agreements are combined. Since most of the sovereign bond issuances are subject to the law and jurisdiction of New York or England, these are analyzed in order to establish to what extent *exit consents* are possible according to them.

## Keywords

Exit consents – amendment consents – holdouts – public debt – debt restructuring – sovereign bonds - Trust Indenture Act of 1939 – collective action clauses

## I. Introducción

### A) Proemio

Hay al menos dos razones para escribir sobre deuda soberana en nuestro país. Por un lado, la deuda nos ha condicionado política y socialmente durante los últimos cincuenta años y, a la luz de las más recientes emisiones, probablemente también haga durante las décadas venideras. Por otro, a pesar de la evidente importancia que tiene esta cuestión para nuestro país (y la comunidad internacional en su conjunto),<sup>1</sup> la academia jurídica nacional que se dedica a su estudio es marginal.<sup>2</sup> La combinación de estos factores deja

---

<sup>1</sup> “[D]ebt restructuring alternatives to bailouts [...] are] important not only because of the current sovereign debt crisis. The problem of sovereign debt constantly reoccurs—for centuries, “repeated sovereign default[s] [have been] the norm throughout every region in the world”—sometimes with devastating consequences for the defaulting nation and sometimes for the world” (SCHWARZ, 2012: 97-8).

<sup>2</sup> Éste parecería ser un lugar común para toda la academia dedicada al tratamiento de la deuda soberana. En este sentido, WEIDEMAIER y GULATI (2014) apuntaron que: “[t]he academic literature on sovereign debt largely assumes that law has little role to play. Indeed, the primary question addressed by the literature is why sovereigns repay at all given the irrelevance of legal enforcement. But if law, and specifically contract law, does not matter, how to explain the fact that sovereign loans involve detailed contracts, expensive lawyers, and frequent litigation?” (p. 1).

nuestra suerte librada a las ideas de autores foráneos.

En este contexto, la obra que se expone a continuación difícilmente pueda presentarse como divergente. Ante la falta de una doctrina nacional, sus fuentes son necesariamente extranjeras. De igual manera, los casos abordados fueron resueltos en Estados Unidos e Inglaterra, es decir, por las cortes que aplican el derecho al cual nuestro Estado Nacional se somete en sus obligaciones de deuda externa.<sup>3</sup> Así, el propósito de este trabajo es, una vez más, acercar el estado del arte sobre una cuestión estratégica a los intereses nacionales y extraña a nuestras escuelas de Derecho.

Al mismo tiempo, estas líneas se enfrentan con un segundo desafío autóctono: abstraerse de prejuicios fuertemente arraigados en nuestra cultura. Uno de ellos es concebir a la parte deudora (por ejemplo, el Estado Nacional) como una víctima de sus acreedores; otro es ver en los *holdouts* a usureros sofisticados y oportunistas que se oponen a acuerdos justos para maximizar sus ganancias. Aunque la historia tenga ejemplos para respaldar estas ideas, estas bases deben superarse si se pretende realizar un estudio académico.

El tema de este artículo son los consentimientos de salida (*exit consents*), es decir, un modelo-tipo de reestructuración de deuda tendiente a debilitar la posición de los acreedores renuentes a un acuerdo. Si bien tuvieron su auge durante la década de 1980, los *exit consents* fueron exitosamente reutilizados entre fines de la década de 1990 y principios de la de 2000 por países como Ucrania, Ecuador y Uruguay (CHOI y GULATI, 2004; JILL y GENTILE, 2004; GARCÍA HAMILTON, OLIVARES-CAMINAL y ZENARRUZA, 2005). A la luz del bloqueo *holdout* sufrido por el Estado Nacional por el *specific performance* de la cláusula *pari passu* con posterioridad a las reestructuraciones de deuda de 2005 y 2010 (COTO y MONCAUT, 2015), el interés consiste en prever recaudos en miras a un eventual y futuro riesgo de *default*.

## B) Estructura.

El artículo comienza con una presentación muy sucinta de conceptos básicos para

---

<sup>3</sup> Si bien el Estado Nacional emitió clases de bonos sometidas al derecho de Alemania y Japón, son comparativamente marginales.

el desarrollo. Su exposición nos conduce a la encrucijada de los Estados que se aproximan sus vencimientos de deuda en bonos y no pueden cumplir con los pagos (**Sección II**). Allí se distingue entre las tres opciones básicas: incurrir en incumplimiento, recomprar los bonos, o acordar la reestructuración de deuda.

En la **Sección III**, se analiza el tema de este trabajo: los consentimientos de salida. Este abordaje comprende la definición de su concepto, sus modalidades, los problemas que atienden, y las obligaciones que existen entre los bonistas de la clase en cuestión.

Luego, el tratamiento que los tribunales de Estados Unidos e Inglaterra le han conferido a los *exit consents* (**Sección IV**). En este sentido, se destaca la importancia de tales tribunales, porque a ellos se someten los Estados en vías de desarrollo —por ejemplo, el Estado Nacional— en sus emisiones de deuda externa instrumentadas en bonos.

Por último, en la **Sección V** se cierra la obra con el análisis de las experiencias de uso de los *exit consents* en reestructuraciones de deuda soberana por Ucrania, Ecuador y Uruguay entre fines de la década de 1990 y principios de la década de 2000.

### C) Cuestiones metodológicas.

Antes de comenzar con el desarrollo del artículo, el autor dedica unas breves palabras a explicar sus particularidades, algunas de las cuales se repiten de los trabajos anteriores sobre esta materia (COTO y MONCAUT, 2015; COTO, 2016).

El primer comentario atañe a que todas las fuentes son extranjeras. El escaso desarrollo del sistema financiero nacional —consecuente con la inestabilidad monetaria de nuestro país— ha conducido a que el lugar que ocupan las cuestiones aquí consideradas sea marginal. Así, por más imprescindible que sea el desarrollo de un pensamiento jurídico nacional sobre la deuda externa, los trabajos iniciales que se produzcan necesariamente deberán partir de los foráneos; y así sucede con este artículo.

Por razones similares, los casos aquí abordados son de Estados Unidos e

Inglaterra, puesto que a sus tribunales se someten los Estados en vías de desarrollo cuando emiten sus bonos.<sup>4</sup> El hecho de que tales casos no tengan por partes a deudores soberanos no implica que sus doctrinas judiciales no les sean aplicables, dado que las reglas que aplican a los deudores públicos y privados en el *common law* tienden a ser las mismas del derecho común.<sup>5</sup>

Por último, un comentario sobre el empleo de términos y citas en inglés. A veces, el motivo es que carecen de una certera traducción al castellano por pertenecer a un universo jurídico diferente (el *common law*). En otros, se ha seguido la jerga financiera para facilitar la intertextualidad con las fuentes utilizadas. Sea como fuere, las citas originales apuntan a conectar al lector con fuentes desconocidas por nuestras escuelas de Derecho, en aprovechamiento de la amplia difusión que tiene el inglés en nuestro país.

---

4 Aunque existieran casos similares resueltos por nuestra justicia, carecerían de mayor relevancia porque la deuda interna históricamente ha sido objeto de modificaciones unilaterales en razón de nuestro casi permanente estado de emergencia.

5 El Derecho Público que rige en los principales centros financieros —en especial, Nueva York— tiene alcances mucho más restringidos en relación con el Estado que en el Derecho Continental —y, por herencia, en el Derecho Administrativo argentino—, y que frecuentemente las reglas que aplican a tanto a los sujetos privados como públicos son las del derecho común. En este sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA (1978) señala que “las partes del Derecho Administrativo [estadounidense] son tres: los poderes con que se inviste a las agencias administrativas, los principios y requisitos con que esos poderes deben ser ejercidos y, en fin, las acciones judiciales ejercitables por los agraviados por una actuación administrativa ilegal. Esta concepción [...] es más estrecha que la propia del sistema europeo francés, quizá porque en éste se produce una neta distinción entre Derecho público y Derecho privado correlativa a una distinción de jurisdicciones, la cual no se da en América, donde un solo sistema de Tribunales aplica uno y otro Derecho, con los mismos principios procesales. Por ello, materias que en el Derecho continental europeo son objeto de regulación en el Derecho Administrativo, en el Derecho americano no lo son [...]. En América, pues, el Derecho Administrativo no es todo el Derecho que afecta a la Administración pública, sino exclusivamente, el que se refiere a esos tres temas aludidos, y nada más [...].-- El Derecho Administrativo [estadounidense] trata más del procedimiento y de las acciones que del Derecho sustantivo, el cual no es propiamente objeto del Derecho Administrativo [...] salvo en lo que interese al procedimiento o al sistema de acciones” (p. 246).

## II. El financiamiento instrumentado en bonos públicos y la encrucijada del deudor soberano próximo al *default*

### A) Una brevísima aproximación al financiamiento público externo instrumentado en bonos

Una de las formas por las cuales los Estados obtienen financiamiento es la emisión de títulos de deuda, en los cuales se instrumentan obligaciones de pagar sumas de dinero (capital e intereses) en plazos definidos. Entre los títulos públicos, aquí se atiende a los bonos.

Los Estados ofertan sus bonos según un prospecto de emisión, documento en el cual se definen todos los términos de los derechos y obligaciones instrumentados en aquéllos. La operación por la cual el emisor transmite los bonos a inversores a cambio del pago del capital se denomina "colocación primaria". Así, la aceptación de los títulos implica el perfeccionamiento de un contrato cuyos términos son los definidos en el prospecto de emisión. Esta es una manera de proteger la inversión de los titulares de los bonos (en adelante, los "tenedores" o "bonista") y facilitar la exigibilidad de los derechos y obligaciones instrumentados (TURCHI, 2015: 2176).

Entre los términos de los bonos, hay tres que son esenciales: (a) el capital —el valor nominal que, en general, es equivalente la suma recibida del acreedor por el Estado en la colocación primaria de los títulos—, (b) el interés —porcentaje a aplicarse sobre el capital—, y (c) el tiempo, modo y lugar de los pagos de capital e interés. Éstos son los términos de pago.

La emisión de deuda en bonos tiene ventajas sobre otras formas de financiamiento —por ejemplo, los préstamos de bancos sindicados o de los organismos multilaterales de crédito—. Los tenedores pueden liquidarlos en el mercado secundario antes del vencimiento del plazo de pago del capital ("maduración") (TURCHI, 2015: 2178), y esta mayor liquidez hace que sean *ceteris paribus* más valiosos y se reduzca el costo del financiamiento. Además, dada la mayor oferta de crédito implicada por el universo de inversores, los términos suelen ser más flexibles y permitir mayores plazos.

Ahora bien, dado que la oferta de crédito en algunos mercados domésticos no es suficiente para satisfacer las demandas financieras de los Estados —o, por el contrario, la

existencia de una mayor oferta en el mercado internacional permite lograr términos más beneficiosos—, los Estados emiten títulos de deuda pública sometida al derecho extranjero y bajo denominación en moneda extranjera. En estos términos son más atractivos para los inversores porque la moneda extranjera es más estable, mientras que el derecho y la jurisdicción extranjera les transmite una mayor seguridad jurídica que los del Estado emisor. Así, los emisores facilitan la comercialización de sus títulos en los mercados secundarios internacionales y, por lo tanto, mejoran sus posibilidades de aceptación en la colocación primaria. Como consecuencia de todo esto, la mayor parte de los bonos soberanos constituyen deuda externa y no deuda interna,<sup>6</sup> tendencia que se acentúa aún más en los países en desarrollo (FISCH y GENTILE, 2004: 1069).

### B) La encrucijada del deudor soberano próximo al *default*

En el desarrollo de la relación entre el emisor soberano y sus bonistas existe la posibilidad de que los vencimientos de los bonos se aproximen y el Estado carezca de la liquidez necesaria para cumplir.<sup>7</sup> Entonces, hay tres opciones: incumplir, recomprar los bonos, o acordar una modificación del contrato (DRAKE, 2014: 1596–8).<sup>8</sup> Si bien este artículo trata sobre un modo específico de la tercera opción, a continuación se exponen sucintamente estas opciones.

#### i. Incumplimiento (*default*)

La primera posibilidad es el incumplimiento de la obligación del pago de capital o

---

<sup>6</sup> Aquí se sigue la definición establecida por la Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional N° 24.156: “se entenderá por deuda externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio” (art. 58).

<sup>7</sup> Omitimos aquí la posibilidad de que el Estado en cuestión se endeude para obtener la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones o de que pueda cubrir este faltante con emisión de la moneda en la cual debería realizar el pago.

<sup>8</sup> El canje de los bonos en los mismos términos evidentemente no es una alternativa lógica, mientras que uno por títulos con términos diferentes encuadraría dentro de la tercera opción (acuerdo de modificación del contrato). Asimismo, corresponde recordar que no existen los concursos preventivos o liquidatorios (*bankruptcy*) para los deudores soberanos (DRAKE, 2014: 1593 y 1596–8).

interés por el Estado tras el vencimiento del período de gracia (en adelante, "*default*"). Este incumplimiento puede ser parcial —sólo en relación con una parte de las obligaciones—<sup>9</sup> o total —se suspende el cumplimiento de todas las obligaciones—. <sup>10</sup>

Los *defaults* de deuda soberana<sup>11</sup> suelen tener graves consecuencias para la estabilidad de los mercados financieros y la economía de los países (COMMITTERI y SPADAFORA, 2013: 8; DANIELS y RAMÍREZ, 2007: 2), puesto que (DAS, PAPAIOANNOU, y TREBESCH, 2006: 61): (a) condicionan el acceso futuro a crédito externo tanto mientras dure el *default* como con posterioridad a la crisis que causó el incumplimiento;<sup>12</sup> (b) suelen estar seguidos por caídas significativas del Producto Bruto Interno por falta de inversión, caída de las exportaciones, entre otros; (c) pueden dañar fuertemente la solvencia del sistema financiero interno del Estado deudor (DAS, PAPAIOANNOU, y TREBESCH, 2012: 62; COMMITTERI y SPADAFORA, 2013: 8); (d) causan daños a la reputación crediticia del Estado que afectan a

---

9 Un ejemplo en este sentido sería que el Estado cumpla con los pagos correspondientes a interés pero no con los de capital o que cumpla con algunos. No obstante, estos supuestos suelen estar cubiertos por cláusulas de *cross-default*, por el cual el deudor incurre en incumplimiento de sus obligaciones en relación con unos bonos cuando lo hace en relación con otras obligaciones que no tienen causa en aquéllos (p.ej., si incumpliera sus obligaciones en relación con otros bonos).

10 Si bien no hace al objeto de este artículo, al respecto se debe distinguir entre las crisis de liquidez y de solvencia. Las primeras corresponden a una situación en la cual el deudor carece de los recursos financieros para cumplir con sus deudas en el corto plazo, supuesto que se verifica, por ejemplo, en países con un alto grado de relación entre la deuda de corto plazo y sus reservas, con altas necesidades financieras y pérdida en el acceso al capital. Por el contrario, la insolvencia es la situación donde la deuda total del país es insostenible porque los futuros superávits primarios no serán suficientes para pagarla. En términos técnicos, significa que la deuda total más los futuros gastos en valor corriente superan el valor neto de todos los ingresos públicos. Así, un país insolvente no podría pagar incluso si realizara el máximo ajuste interno posible y la reestructuración es necesaria para el reestablecimiento de su solvencia (DAS, PAPAIOANNOU, y TREBESCH, 2012: 67).

11 Aquí se refiere a los que tienen su causa en una crisis (*distress default*), en exclusión de los que son especulativos (*strategic default*).

12 Al respecto, se ha sostenido que los *defaults* conducen a una permanente o temporaria exclusión de los deudores soberanos de los mercados de capital o un incremento de sus costos de financiamiento. Según DAS, PAPAIOANNOU, y TREBESCH (2012), los estudios son ambiguos: (a) por un lado, los mercados actuarían de esta manera a corto plazo y que el re-acceso al crédito ocurriría después del primer o segundo año; y (b) por otro, se ha apuntado que las reestructuraciones con quita de capital o pérdidas de los acreedores tienen impactos sustanciales más duraderos (seis o siete años) con posterioridad a la salida de la crisis financiera soberana (pp. 60-1).



otros aspectos de su economía, como la inversión directa extranjera y el acceso privado al crédito; y (e) costos administrativos significativos al momento de su eventual reestructuración (DAS, PAPAIOANNOU, y TREBESCH, 2012: 65).

De esta manera, luego del *default* también hay tres posibilidades: reanudar los pagos sin acuerdo (con el pago de las penalidades previstas en el contrato), reanudar los pagos con acuerdo, e incumplir definitivamente.<sup>13</sup> Sin embargo, esta última opción es muy infrecuente, puesto que los Estados dependen del financiamiento externo para su desarrollo y, por lo general, no pueden acceder a aquél mientras están en *default*.

## ii. Recompra de bonos

La segunda opción es la recompra de los bonos en el mercado secundario según sus términos de circulación. Si el Estado tuviera liquidez, podría recuperar una cantidad de bonos suficiente para reducir su deuda total de corto plazo. Esta posibilidad aumenta con la proximidad de los vencimientos y la expectativa de un *default* puesto que así se reduce la cotización de los bonos.

Sin embargo, la recompra de títulos de deuda por el propio deudor soberano encierra una paradoja: si tuviera los fondos suficientes para adquirir los títulos, probablemente no *necesitaría* recomprarlos (DRAKE, 2014: 1596–8). Por esta razón, la recompra de los bonos a precio disminuido por un supuesto riesgo de *default* genera una presunción de mala fe del deudor; todavía más si el *default* no fuera por una crisis de liquidez, sino un acto estratégico del Estado en cuestión.

En cualquier caso, más allá de las distinciones entre iliquidez e insolvencia y entre *default* por crisis y *default* estratégico, este supuesto es infrecuente porque en pocos escenarios es atractivo para los inversores.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Por lo general, este incumplimiento definitivo se realiza a través de un repudio de la deuda en invocación de su invalidez. En este sentido, se sugiere atender al concepto de “deuda odiosa”.

<sup>14</sup> Sin embargo, en algunos casos, las reestructuraciones de deuda pueden prever la obligación de recompra de bonos del mercado secundario por el Estado deudor (**Subsección V(B)**). Esta previsión tiene por objeto la quita de circulación de bonos con términos modificados de conformidad con una

### iii. Acuerdo de reestructuración de deuda

#### a. *Motivación del deudor soberano para reestructurar*

El principal motivo por el cual un Estado impulsa la reestructuración de su deuda es la disminución del costo total de sus obligaciones en un determinado plazo<sup>15</sup> para evitar su *default*. Básicamente, esto se hace por (a) la modificación de los términos de pago, es decir: (i) la reducción del capital; (ii) reducción del interés; o (iii) la reprogramación de los vencimientos; o (b) el canje de los bonos emitidos por otros nuevos con un resultado similar a la aplicación de las medidas anteriores.

#### b. *Incentivos de los bonistas para acordar una reestructuración de deuda*

Por su parte, los acreedores tienen en general pocos incentivos para acordar una reestructuración de deuda antes de ocurra el *default* (DANIELS y RAMÍREZ, 2007), puesto que aquella implica la concesión de beneficios a corto plazo. Sin embargo, ocurrido el *default* o con la expectativa de que ocurra, es posible que encuentren cierto incentivo porque el incumplimiento y la ejecución de sus créditos pueden implicarles un mayor costo de oportunidad.

El *default* es un mal negocio para los tenedores de deuda porque implica que el deudor no cumplirá con sus obligaciones, al menos, en el corto plazo, lo que reduce la cotización de sus bonos y, en consecuencia, su liquidez. Además, este incumplimiento puede prolongarse en la medida que la crisis financiera del deudor se extienda o agrave; y esta incertidumbre también tiene un impacto negativo sobre la comercialización de los bonos y el retorno de la inversión implicada en su adquisición. Incluso, el deterioro financiero del deudor también tiene implicancias en la negociación de la reestructuración de su deuda, puesto que podría acrecentar las concesiones necesarias de los inversores a

---

operación de reestructuración de deuda que, de ser adquiridos por actores especulativos sofisticados, podrían permitir reclamos de pago total según los términos originales y comprometer los resultados del acuerdo con los *holdins*.

15 Por lo general, las reestructuraciones ocurren con posterioridad a la ocurrencia del *default* y, en consecuencia, tienen por finalidad la salida de ese estado. Sin embargo, dado que se están considerando las opciones previas al incumplimiento, de momento se excluye esta posibilidad.

corto plazo para que el Estado pueda reestablecer sus pagos.

Por otra parte, el incumplimiento también supone dificultades jurídicas, puesto que el cumplimiento forzoso de las deudas públicas es más difícil que la ejecución de las deudas privadas (COTO y MONCAUT, 2015). El acreedor de una deuda privada puede accionar para su ejecución y, en su caso, solicitar la liquidación del patrimonio del deudor para realizar su crédito en concurso con los otros interesados. Estos procedimientos concursales o liquidatorios (*bankruptcy*) no existen para los deudores soberanos; y, en consecuencia, los inversores sólo tienen la vía la ejecución y realización de los bienes del deudor soberano. Sin embargo, la realización de estos bienes suele estar prohibida en los tribunales del Estado deudor; mientras que los tribunales extranjeros están limitados por la inmunidad de ejecución soberana.<sup>16</sup> Por lo tanto, cuando el Estado está en *default*, los bonistas enfrentan un dilema respecto de cómo y dónde accionar para el cumplimiento de sus derechos (OLIVARES-CAMINAL, 2011: 41):

[e]xecuting property within the jurisdiction of the sovereign, the creditor is faced with the issue that it would be highly probable that due to public order, the judgment would not be enforced, or if enforced it would be payable with other debt instruments issued by the sovereign debtor (domestic bonds) with very unattractive financial and contractual terms [...]. The pros are that there would be assets to enforce the money judgment forcing the sovereign to settle or to be condemned to pay in-kind. The cons are that the execution process would be completely uncertain.

On the other hand, if the creditor tries to execute the money judgment outside the jurisdiction of the issuer, for example in New York, the pros are that the whole process is clearly determined and an outcome can be predicted because there have been many cases where sovereigns have been sued as result of their default [...]. However, the con is that it would be very difficult

---

<sup>16</sup> Básicamente, la inmunidad de ejecución soberana implica una distinción entre (a) los bienes afectados a actos en carácter de sujeto de Derecho Público (*acta iure imperii*), los cuales no son ejecutables; y (b) los disponibles o utilizados para actos como sujeto de Derecho Privado (*acta iure gestionis*), que sí son realizables (COTO, 2016).

to find assets to enforce the money judgment.

Respecto a esta segunda opción, corresponde hacer un comentario adicional: los deudores soberanos en *default* (o próximos a estarlo) evitan con un razonable éxito que haya bienes ejecutables en el extranjero.<sup>17</sup> De aquí que el cobro en estos casos suele depender de cuán rápido y cuántos activos puedan descubrir, embargar y ejecutar los acreedores, cosa que sólo más poderosos y sofisticados pueden hacer.<sup>18</sup>

En estos términos, el acuerdo de una reestructuración de deuda con el Estado puede ser la opción más eficiente en términos de costo de oportunidad para los bonistas.

### c. *El problema holdout*

A partir de la oferta de reestructuración de deuda por el deudor soberano, el universo de sus acreedores se divide entre quienes la aceptan ("*holdins*") y quienes rechazan ("*holdouts*").<sup>19</sup> La relación entre éstos es muy importante, porque los *holdins* están menos dispuestos a acordar si percibiera que los *holdouts* se van a beneficiar de sus posibles concesiones sin conceder nada, incluso, con la posibilidad de cobrar la totalidad de sus deudas en los términos originales. Esta cuestión se agrava con la existencia de sujetos que aprovechan las crisis para adquirir bonos incobrables a precios irrisorios, y especular con los intentos de los deudores soberanos de salir del *default*. Así, los deudores

---

<sup>17</sup> Así sucedió, por ejemplo, en el caso "Elliott Associates, LP c. República de Perú" y en "NML Capital, Ltd. c. República Argentina" (COTO y MONCAUT, 2015).

<sup>18</sup> Si los acreedores no exigieran el cobro de sus créditos, otra posibilidad sería aguardar una recuperación del Estado deudor para el reinicio de los pagos tras una reestructuración de la deuda en *default*, ya sea con quitas de capital o extensión de los plazos (BRATTON, 2004: 828). A partir de la experiencia de los casos "Elliott Associates, L.P. c República de Perú" (2000) y, especialmente, "NML Capital, Ltd. c. República Argentina" (2014), parecería haberse abierto una nueva vía para los tenedores de los bonos que no hubieran receptado la experiencia *holdout* (por ejemplo, a través de la incorporación de cláusulas de acción colectiva), consistente en bloquear el circuito de pago de la deuda *performing* después de una reestructuración y evitar el financiamiento externo del Estado a través de la exigencia de cumplimiento específico (*specific performance*) de la cláusula *pari passu* (típica en este tipo de instrumentos) para forzar la negociación.

<sup>19</sup> El origen de esta denominación radica en la distinción entre aquellos que se mantienen dentro del acuerdo (en inglés, *hold-in*) y quienes están excluidos o se mantienen fuera (*hold-out*).

renuentes pueden bloquear la posibilidad de acuerdos tendientes a solucionar el incumplimiento del deudor soberano. Éste es el “problema *holdout*”.

En los mercados secundarios desarrollados es muy difícil la comunicación y coordinación de los inversores. Cuando su dispersión es muy significativa (atomización), los bonistas tienen más incentivos para mantenerse fuera de las negociaciones porque su intervención no es determinante para el resultado de la oferta de canje y así pueden especular con la obtención de un beneficio mayor que quienes aceptan la oferta del deudor soberano. Si todos los actores actuaran de esta manera, los intentos de reestructurar no sólo serían fútiles sino que también implicarían un deterioro financiero para el deudor soberano. De todas maneras, aún en un escenario de perfecta comunicación —donde cada bonista conoce el comportamiento de los otros— se mantiene el problema de los polizones (*free-rider problem*), quienes no asumen el riesgo de ingresar en la reestructuración pero se aprovechan de sus resultados —por ejemplo, la mejora en la situación financiera del deudor implicada por la reducción de la deuda total a corto plazo— (DANIELS y RAMÍREZ, 2007).

Desde la perspectiva del colectivo de inversores, los *holdouts* (*free-riders*) son una expresión de problemas de acción colectiva donde algunos actores actúan según intereses particulares y bloquean escenarios de beneficio colectivo (DANIELS y RAMÍREZ, 2007). Este bloqueo puede darse por (a) la imposibilidad de alcanzar la mayoría requerida para la modificación o la novación<sup>20</sup> de las obligaciones —en especial, si algunos inversores hubieran adquirido deliberadamente la cantidad de bonos necesaria para realizar tal bloqueo—;<sup>21</sup> o (b) la posibilidad de que los *holdouts* fuercen al Estado al *default* o a la suspensión de los pagos a pesar de haber logrado la reestructuración de su deuda.<sup>22</sup> Sin un

---

20 Los canjes suelen requerir un nivel mínimo de aceptación del universo de bonistas para que su entrada en efectividad.

21 Como se comentara, esta imposibilidad no sólo se lograría porque los *holdouts* tengan efectivamente los votos suficientes para que los miembros de la clase no puedan alcanzar la mayoría requerida, sino también porque los acreedores que estarían dispuestos a consentir perciban que los *holdouts* pueden lograr un beneficio mayor que ellos al colaborar con el deudor y no acepten acordar en esos términos.

22 Al respecto, ver el caso “NML Capital, Ltd. c. República Argentina”, donde los *holdouts* del Estado Nacional bloquearon el circuito de pago a los *holdins* a partir de una petición de *specific performance* de la cláusula *pari passu* del *Fiscal Agency Agreement* de 1994 (COTO y MONCAUT, 2015).

acuerdo vinculante para toda la clase, la posibilidad de que el beneficio de los *holdouts* sea mayor se acrecenta con la salida de los *holdins* del universo de los tenedores de títulos de la clase en cuestión, puesto que así pueden facilitarle a los *holdouts* que alcancen la mayoría necesaria para aprobar la aceleración de los plazos de sus bonos y la exigencia de pagos totales.<sup>23</sup> Así, ante la imposibilidad de forzar el ingreso de los *holdouts* a la reestructuración, se plantea la cuestión de si los bonistas mayoritarios y el deudor soberano podrían coordinarse para ejercer algún tipo de coerción para reducir el poder de aquéllos.<sup>24</sup>

Por otra parte, la recalcitrancia de los acreedores también implica un serio obstáculo para los Estados en problemas financieros, porque dificulta (o impide) la reestructuración de su deuda y, en consecuencia, evitar o salir del *default*. Por consiguiente, el Estado que pretende reestructurar su deuda no sólo necesita emitir bonos nuevos con términos atractivos, sino también hacer que el mantenimiento de los bonos anteriores antieconómica para que la acción racional sea participar del acuerdo (DRAKE, 2014: 1596–8). A tal fin, la práctica financiera internacional ha desarrollado cláusulas que sirven de incentivo para la aceptación de canjes.<sup>25</sup>

---

23 Aquí referimos a la aplicación de la cláusula de caducidad de los plazos (*acceleration clause*), por la cual caducan los plazos de exigibilidad de las obligaciones previstas en el contrato y el deudor debe pagar la deuda pendiente anticipadamente. Un ejemplo en este sentido es lo ocurrido en "*CIBC Bank & Trust Co. (Cayman) v. Banco Central do Brasil*" (USDC SNDY, 1995), donde la salida de los *holdins* de la clase casi permite a los *holdouts* la aceleración de la deuda (**Subsección III(C)j**).

24 En este sentido, COFFEE y KLEIN (1991) sostuvieron que "the holdout problem may justify some coercion in order to prevent the minority from frustrating the majority's interest in achieving a necessary scaling down of the corporation's debt in a way that taxes all bondholders evenly. Today, corporate issuers prefer to threaten potential holdouts by conditioning their exchange offer on a requirement that a majority of the bondholders vote, at or before the time they tender into the issuer's offer, to amend the indenture to eliminate all or most of its protective covenants. This "stripping" of the covenants makes the bonds a less attractive investment to those who would otherwise hold out, and thus it may induce them to accept the exchange offer" (p. 1216).

25 Así, por ejemplo: (a) la cláusula *Rights Upon Future Offers*, por la cual el Estado reconoce a los *holdins* un derecho de extensión a su favor de cualquier oferta que eventualmente realice a los *holdouts*; y (b) cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clauses*), por las cuales el ejercicio de determinados derechos requiere la aprobación de una resolución por una mayoría formal, absoluta o agravada, de los bonistas, la cual tiene carácter vinculante para los miembros de la clase que no hayan

*d. Tres modelos de reestructuración de deuda*

En el contexto expuesto, el deudor soberano y sus bonistas pueden acordar una reestructuración de deuda según las siguientes opciones:

- (a) canje de bonos (*bond exchange*): el Estado emite nuevos bonos con términos que les son más favorables —al menos, en el corto plazo—, y los bonistas los aceptan a cambio de los emitidos originalmente. Esto implica un acuerdo de reestructuración de deuda parcial por el cual, en principio, los *holdouts* quedan como los únicos integrantes de la clase de tenedores de los bonos originalmente emitidos.
- (b) enmienda del contrato (*amendment*): los bonistas en asamblea resuelven la modificación del contrato que rige a los bonos con la conformidad del deudor soberano.

Esta opción requiere que el contrato contenga una cláusula que permita la modificación de sus términos o, en su caso, que aquélla sea el producto de la voluntad de todos los bonistas con el consentimiento del Estado deudor.<sup>26</sup> Dada la práctica imposibilidad de lograr tal unanimidad, la cuestión reside en la inclusión de la cláusula de enmienda y la mayoría de votos requerida, en especial, por el distinto tratamiento que se le da a la cuestión en cada Derecho.

De esta manera, entre los títulos regidos por el Derecho de Inglaterra son comunes las cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clauses*, ocasionalmente denominadas *Majority Action Clauses*), por las cuales se requiere una mayoría absoluta o agravada para enmendar los términos del contrato (BUCHEIT y GULATI, 2002: 1325; BRATTON, 2004: 828; CHOI y GULATI, 2004: 932).

---

votado a favor de la moción. En este mismo sentido van las manifestaciones por las cuales el Estado deudor afirma que puede no cumplir sus obligaciones en relación con los bonos que no se incorporen al canje, ni realizar en el futuro otras ofertas de canje para tales títulos.

<sup>26</sup> La exigencia de este consentimiento del emisor impide que los bonistas puedan enmendar por sí solos los términos de los bonos en circulación y, en consecuencia, impide que los bonistas recalcitrantes puedan revertir aquella resolución.

En este mismo sentido, la Unión Europea estableció a partir del 1° de enero de 2013 que todos los bonos soberanos de los Estados de la eurozona debían contener una cláusula de acción colectiva modelo, de conformidad con el Tratado de Establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Europeo (art. 12, párr. 3).<sup>27</sup>

Por su parte, los bonos regidos por el Derecho de Nueva York suelen seguir a la *Trust Indenture Act* de 1939<sup>28</sup> en la materia —a pesar de que esta ley no sea inaplicable— y suelen contener cláusulas de acción unánime (*Unanimous Action Clauses*), por las cuales se requiere unanimidad para resolver cualquier modificación al contrato (BRATTON, 2004: 828; 2004a: 21; BUCHEIT y GULATI, 2002: 1333).<sup>29</sup> Estas cláusulas de acción unánime exacerbaban el problema *holdout*, puesto que confieren a cada bonista un derecho de veto sobre la reestructuración y pueden, en consecuencia, reclamar una prima adicional por su voto (CHOI y GULATI, 2004: 938).

- (c) consentimiento de salida (*exit consent*): combinación de los dos supuestos anteriores, por la cual los bonistas en asamblea aprueban la modificación de los
- 

<sup>27</sup> "Collective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical" (art. 12, párr. 3, Tratado de Establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Europeo).

<sup>28</sup> Según una interpretación restringida de la *Trust Indenture Act* de 1939, las cláusulas de acción colectiva no están prohibidas, aunque por ellas no puedan modificarse los términos de pago (monto, interés, plazo) (COFFEE y KLEIN, 1991: 1224-5; BRATTON y GULATI, 2004: 23; CHOI y GULATI, 2004: 942). A su vez, para facilitar el alcance de la interpretación restringida es interesante la distinción que hacen GARCÍA HAMILTON, OLIVARES CAMINAL y ZENARRUZA (2005) entre tres categorías de cláusulas: (I) cláusulas relacionadas a los términos de pago; (II) cláusulas cuya modificación afecta a los términos de pago (derecho aplicable, supuestos de *default*, aceleración de plazos); y (III) las cláusulas restantes (p. 269). En cualquier caso, como se verá en la **Subsección III(B)** y la **Subsección III(E)**, las Cortes del Distrito Sur de Nueva York sostienen una interpretación amplia de la *Trust Indenture Act* de 1939 y entienden que ésta prohíbe las cláusulas de acción colectiva.

<sup>29</sup> "The practice divergence between New York and London can be explained in part by legislative intervention and legal precedent. In the United States, Section 316(a) of the Trust Indenture Act of 1939 requires that contracts governing publicly issued bonds contain UACs. Contrariwise, it has been suggested that the United Kingdom requires inclusion of CACs in bonds under its law. Neither regulation extends to sovereign bonds, but such regulations could have "locked in" the drafting practice in the two financial centers" (BRATTON, 2004a: 53).



términos del contrato con la conformidad del Estado deudor y concomitantemente aceptan el canje de bonos o su recompra.

### III. El consentimiento de salida (*exit consent*)

El tema de este artículo es el concepto del consentimiento de salida (*exit consent*), por el cual se combina la aplicación de una cláusula de acción colectiva de enmienda, y un canje o recompra de bonos. A través de esta operación, el deudor logra que los *holdings* celebren una asamblea de bonistas y resuelvan la enmienda del contrato con efecto vinculante para toda la clase; y acepten la recompra o el canje de sus bonos enmendados por otros nuevos. De esta manera, el deudor y los *holdings* colaboran para que los *holdouts* se queden con bonos de valor reducido, ilíquidos o con derechos limitados y se genera el contexto para que la conducta racional sea consentir la reestructuración (DAS, PAPAIOANNOU y TREBESCH, 2012). Por todo esto, los *exit consents* son una respuesta colaborativa contra el problema *holdout*.

#### A) Concepto

El *exit consent* es una operación compleja estructurada en dos elementos. El primero es un acuerdo entre el deudor soberano con una mayoría suficiente de bonistas según para que una asamblea de tenedores resuelva la enmienda de los términos del contrato<sup>30</sup> con carácter vinculante para toda la clase. Esto presupone la existencia y aplicación de una cláusula de acción colectiva. El segundo elemento es un canje (o recompra) de los bonos cuyos términos fueron modificados para toda la clase.

De esta manera, los *exit consents* pueden estructurarse de las siguientes maneras diferentes según cómo se relacionen sus elementos entre sí (COFFEE y KLEIN, 1991):<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Ejemplos de cláusulas que podrían ser objeto de modificación son las de renuncia de inmunidad soberana, términos de salida de los bonos como cotizables en mercados, cláusulas de *default* cruzado (*cross-default*), cláusulas de aceleración de deuda (*acceleration clauses*), cláusulas de tratamiento equitativo (*pari passu*) (DAS, PAPAIOANNOU y TREBESCH, 2012).

<sup>31</sup> COFFEE y KLEIN (1991) proponen un tercer esquema por el cual se eliminaría el dilema del prisionero: la oferta del deudor se emite con condición suspensiva hasta el voto de los tenedores de

- (a) primer modelo: se vinculan el consentimiento y la oferta, de manera tal que cada tenedor tenga que emitir un consentimiento irrevocable de enmienda del contrato según la moción del emisor para aceptar la oferta de canje o recompra (p. 1227).<sup>32</sup> De esta manera, los *holdouts* no pueden participar del acuerdo con posterioridad al vencimiento del plazo de caducidad de la oferta, ni a la enmienda del contrato.
- (b) segundo modelo: el emisor separa la oferta de canje o recompra del consentimiento de enmienda, por el pago separado de éste. El canje o la recompra se condiciona a la aprobación de la resolución de enmienda del contrato, y participan del pago, canje o recompra los bonistas que aceptaron la oferta antes de su vencimiento (antes de la asamblea de bonistas) y luego prestaron su consentimiento (p. 1230). De esta manera, los *holdouts* no pueden participar del acuerdo con posterioridad al vencimiento del plazo de caducidad de la oferta, ni a la enmienda del contrato.

Como se señalara anteriormente, los requisitos de la resolución de aprobación de la enmienda del contrato dependen de la cláusula de acción colectiva contenida en el prospecto. Por lo general la mayoría necesaria oscila entre el 66,66% y el 75% del total de la clase en cuestión (DAS, PAPAIOANNOU y TREBESCH, 2012).

Por lo tanto, el *exit consent* coloca a los bonistas en una situación deliberadamente dispar. Quienes aceptan el acuerdo (*holdins*) no son perjudicados en ninguno de los dos escenarios posibles porque (a) si la resolución de enmienda es aprobada por la asamblea de bonistas, el canje (o la recompra) se perfecciona; y (b) si la resolución no es aprobada, el canje (o la recompra) no se realiza y mantienen los bonos en los términos originales.

---

deuda sobre la moción de enmienda del contrato. Así, en caso de aprobarse la modificación, aquélla deviene incondicional e irrevocable; y, si la moción fuera rechazada, la oferta queda automáticamente revocada (p. 1243-4). Sin embargo, los autores reconocen que este modelo tiene el problema de no ser suficientemente coercivo, dado que las ofertas de reestructuración de deuda suelen fallar (p. 1246). A pesar de su originalidad, dada escasa probabilidad de que se utilice este esquema en un *exit consent*, se lo excluye del desarrollo.

<sup>32</sup> Por ejemplo, esto puede hacerse a través del otorgamiento de un poder irrevocable a un mismo representante para que vote en la asamblea de bonistas según la propuesta del deudor.

Por el contrario, el bonista que no acepta el acuerdo, vota en contra o se abstiene (*holdout*) asume el riesgo de que sus bonos se devalúen (DANIELS y RAMÍREZ, 2007) o se tornen de difícil ejecución (DRAKE, 2014: 1591-2) si se resolviera la aprobación de la enmienda, sin la posibilidad de aceptar *a posteriori* la oferta del deudor soberano.

### B) Problema que atienden los *exit consents* y sus efectos

Los *exit consents* tienen por propósito facilitar la reestructuración de deuda por un canje (o recompra) de bonos que impone un riesgo disuasivo a los potenciales *holdouts* de que se forme una mayoría suficiente para enmendar los términos de sus bonos y que éstos se devalúen, pierdan liquidez o pierdan poder de exigibilidad. Este riesgo existe por las dificultades que tienen los bonistas de saber si puede existir esa mayoría y coordinarse antes del vencimiento del plazo de caducidad de la oferta del emisor.

Si bien operaciones similares eran posibles según los términos de los bonos emitidos en Inglaterra y algunos de los de Estados Unidos hacia fines del siglo XIX, este proceder fue retomado en la década de 1980. Entonces, los *exit consents* volvieron a tomar notoriedad como una técnica para facilitar la reestructuración de bonos privados (COFFEE y KLEIN, 1991: 1210) calificados como de alto riesgo (“bonos basura”) de sociedades estadounidenses y que no podían cumplirse en sus términos originales (COFFEE y KLEIN, 1991: 1207; BUCHHEIT y GULATI, 2000: 67). Si bien los deudores privados pueden concursarse para reestructurar sus deudas y, en Estados Unidos (como en todas las *naciones civilizadas*),<sup>33</sup> el *Bankruptcy Code* prevé que un plan de reestructuración de deudas aceptable para la mayoría de acreedores puede ser impuesto a los disidentes, este procedimiento es tiene altos costos para el deudor (COFFEE y KLEIN, 1991: 1220-1). En consecuencia, los abogados de algunos emisores de títulos intentaron replicar en sus contratos la característica más atractiva de los procedimientos concursales: la posibilidad de acordar cambios en las relaciones jurídicas con carácter vinculante para las minorías acreedoras disidentes.

Un problema para la incorporación de estas cláusulas de acción colectiva en los contratos que regían a los bonos era la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939

---

<sup>33</sup> Según el alcance que se le confiere a este concepto en el artículo 38, numeral 1(c), del Estatuto de la Corte Internacional de Justicia, anexo de la Carta de la Organización de las Naciones Unidas.

(en adelante, también "TIA"), que prohíbe cualquier menoscabo o afectación del derecho de cobro de los tenedores de títulos sin su consentimiento:

[n]otwithstanding any other provision of the indenture to be qualified, the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder, except as to a postponement of an interest payment consented to as provided in paragraph (2) of subsection (a),<sup>34</sup> and except that such indenture may contain provisions limiting or denying the right of any such holder to institute any such suit, if and to the extent that the institution or prosecution thereof or the entry of judgment therein would, under applicable law, result in the surrender, impairment, waiver, or loss of the lien of such indenture upon any property subject to such lien.

Es importante considerar a la *Trust Indenture Act* de 1939 porque, si bien no aplica a los bonos emitidos o garantizados por Estados extranjeros (sec. 304, TIA),<sup>35</sup> sus principios fueron en gran medida aplicados a aquéllos a través del ejercicio del derecho y la jurisdicción estadounidense (BUCHHEIT y GULATI, 2000, 67).

De esta manera, a partir de una interpretación restrictiva de la sección 316(b) de la

---

34 "(a) The indenture to be qualified— [...] (2) may contain provisions authorizing the holders of not less than 75 per centum in principal amount of the indenture securities or if expressly specified in such indenture, of any series of securities at the time outstanding to consent on behalf of the holders of all such indenture securities to the postponement of any interest payment for a period not exceeding three years from its due date" (sec. 316(a), TIA; sec. 77ppp, subcap. III, cap. 2A, tít. 15, *US Code*).

35 "(a) The provisions of this subchapter shall not apply to any of the following securities: [...] (6) any note, bond, debenture, or evidence of indebtedness issued or guaranteed by a foreign government or by a subdivision, department, municipality, agency, or instrumentality thereof" (sec. 304, TIA; sec. 77ddd, subcap. III, cap. 2A, tít. 15, *US Code*).

*Trust Indenture Act* de 1939, se previeron cláusulas para la enmienda de los contratos (excepto los de pago)<sup>36</sup> por la voluntad de una mayoría absoluta o agravada y el consentimiento deudor. Cuando esto ocurría en el contexto de una oferta de canje de bonos por nuevos instrumentos de deuda, las enmiendas de desnaturalización de los bonos originales tendían a favorecer la aceptación de los nuevos bonos y reducir (o eliminar) la probabilidad de *holdouts* (COFFEE y KLEIN, 1991: 1212; BUCHHEIT y GULATI, 2000, 68).

Algunos autores sostienen que los *exit consents* son necesarios porque impiden que los *holdouts* puedan aprovecharse de reestructuraciones de deuda a costa de las concesiones de los *holdins* (BUCHHEIT y GULATI, 2000; DANIELS y RAMÍREZ, 2007) y de la mejora financiera del deudor soberano como consecuencia de la reducción de la deuda total a corto plazo (DAS, PAPAIOANNOU y TREBESCH, 2012). Sin embargo, también han sido objetados por implicar incumplimientos de supuestos deberes contractuales implícitos de buena fe y tratamiento leal por parte de los emisores de deuda ante los bonistas e, incluso, entre los propios bonistas.<sup>37</sup>

Independientemente de la posición a la que se adscriba, los *exit consents* implican coerción (DANIELS y RAMÍREZ, 2007). Después de todo, están concebidos para que el potencial *holdout* acepte una oferta que no consentiría sin la percepción de un riesgo de sufrir un perjuicio más gravoso (ROE, 2016: 366). Éste es un dilema del prisionero (COFFEE y KLEIN, 1991: 1225; DANIELS y RAMÍREZ, 2007: 8), puesto que los bonos suelen estar dispersos y los tenedores no tienen manera efectiva de comunicarse entre sí (BUCHHEIT y GULATI, 2000: 69).

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que los *exit consents* son una solución parcial: sus efectos sólo ocurren dentro de cada clase y no de manera cruzada (BUCHHEIT y GULATI, 2002: 1344; JILL y GENTILE, 2004: 1094). Además, los *holdouts* pueden prever la intención de reestructurar la deuda de esta manera y adquirir bonos en cantidades suficientes para bloquear las mayorías necesarias (*id.*). Por último, debe advertirse que, si bien el *exit consent* puede limitar el poder de los *holdouts* en relación con los créditos que decidieran mantener, éstos igualmente conservan su derecho a cobrar capital e intereses en las

---

<sup>36</sup> Ver nota al pie 28.

<sup>37</sup> Esta cuestión es abordada en la **Subsección III(C)**.

cantidades debidas en el plazo acordado (p. 1345).

### C) Las obligaciones entre los bonistas miembros de la clase involucrada en un *exit consent*

Ahora bien, de la misma manera que las cláusulas de acción colectiva requeridas para la realización de un *exit consent* están diseñadas para prevenir la "tiranía de la minoría", su incorporación también permite el abuso de la mayoría (BUCHHEIT y GULATI, 2002: 1336; BRATTON, 2004: 76).<sup>38</sup> Así, el Estado deudor podría alcanzar un acuerdo solamente con la cantidad de bonistas necesarios para reducir la carga total de la deuda y extraer valor a costa del resto por la oferta de un pago colateral o la promesa de nuevas emisiones de deuda (BRATTON y GULATI, 2004: 60). Igualmente, podría actuar por intermedio de actores interpuestos —sujetos de Derecho Privado bajo su control o dependencia, o entidades simpatizantes— para adquirir bonos en cantidades suficientes para componer la mayoría necesaria (*id.*).

Cuando las cláusulas de acción colectiva comenzaron a aparecer en un número limitado de bonos estadounidenses hacia fines del siglo XIX, aquellas tenían por finalidad dar al emisor y a la mayoría de los acreedores una alternativa a los concursos y quiebras (*bankruptcy*). Sin embargo, el ejercicio de los derechos instrumentados en estas cláusulas debía hacerse en cumplimiento de un deber de actuar en el mejor interés de todos los bonistas —a punto tal que este deber era a veces denominado como "deber fiduciario" (*fiduciary duty*)—. Éstos eran los términos del Derecho en desarrollo en Inglaterra —donde aparecieron estas cláusulas— y la doctrina que los jueces de Estados Unidos sostenían (BUCHHEIT y GULATI, 2002: 1336).

En Estados Unidos,<sup>39</sup> el *leading case* de la época en la que se comenzaron a utilizar

---

<sup>38</sup> Obviamente, estos escenarios son imposibles para los tenedores de bonos con cláusulas que requieren la unanimidad (*Unanimous Action Clauses*), puesto que el rechazo de la oferta por cualquier bonista insatisfecho es suficiente para bloquear la resolución de enmienda para toda la clase.

<sup>39</sup> Un estudio completo aquí requeriría una comparación entre la jurisprudencia de Estados Unidos y de Inglaterra. Lamentablemente, a pesar de los esfuerzos del autor, no ha sido posible realizar esta comparación porque los fallos ingleses relevantes en la materia no son de acceso público. Sin perjuicio de ello, se señala someramente que el escrutinio que realizan los tribunales ingleses ha sido siempre más amplio y estricto en materia de buena fe en relación con acuerdos entre deudores y

las cláusulas de acción colectiva es *Hackettstown National Bank v. D.G. Yuengling Brewing Co.* (en adelante, “*Hackettstown*”) (USCA 2C, 1896),<sup>40</sup> donde se invalidó una prórroga de vencimientos de bonos resuelta por lo que la Corte de Apelaciones para el Segundo Circuito calificó “a corrupt and unwarranted exercise of the power of the majority” (p. 114) de los bonistas. Al respecto, sostuvo que la “community of interest, whether in the case of partners or security holders, creates mutual obligation, and imposes upon all persons occupying that position the duty of acting in the utmost good faith towards the interests of their associates” (USCA 2C, 1986: 112).<sup>41</sup> De esta manera se estableció el estándar de que la mayoría de acreedores debe actuar de buena fe, lo cual fue interpretado ocasionalmente como un reconocimiento de la existencia de deberes fiduciarios entre los bonistas (BRATTON y GULATI, 2004: 70). En esta línea, BUCHEIT y GULATI (2002) afirman que el uso de cláusulas de acción colectiva en reestructuraciones de deuda privada durante este período (entre fines del siglo XIX hasta la sanción de la *Trust Indenture Act* de 1939) estaba sometido a un cuidadoso escrutinio por las jueces de Estados Unidos, a punto tal que las acciones a veces eran invalidadas con fundamento en la mala fe o el ejercicio

---

acreedores, puesto que en su sistema jurídico no existe una norma que establezca un estándar similar al de la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939. Al respecto, se sugiere remitirse al comentario correspondiente a *Assénagon v. Irish Bank* (2012) en la **Subsección IV(C)**.

40 En este caso, una sociedad había incurrido en *default* y acordó con la mayoría de sus acreedores para que adquiriera bonos en una cantidad suficiente para prorrogar los pagos en detrimento de los bonistas minoritarios. Si bien es anterior a la *Trust Indenture Act* de 1939, BRATTON (2004a: 71) afirma que tiene *authority* según la regla del *stare decisis*, porque su doctrina no habría sido expresamente contradicha. No obstante, BUCHEIT y GULATI (2000) se manifiestan en sentido contrario a la luz de “*New Bank of New England, N.A. v. Toronto-Dominion Bank*” (USDC SDNY, 1991) (p. 75).

41 En igual sentido, “[p]owers in trust deeds, conferred on a majority of bondholders, to bind the minority, have been the subject of consideration in several cases in the English courts, and were given full effect. In these cases the power was contained in a provision, similar to that in the present trust deed, by which the bondholders at a meeting, by extraordinary resolution, were authorized to sanction any modification or compromise of the rights of the bondholders against the company or its property. It was assumed by the court in all of these cases that the power was only called into existence when required by the exigencies of the situation, and when exercised must be exercised in good faith” (p. 113).

abusivo de los derechos por las mayorías (pp. 1336-7).<sup>42</sup>

Sin embargo, la doctrina de *Hackettstown* no se mantuvo inmutable al paso del tiempo. Así, en *Aladdin Hotel Co. v. Bloom* (en adelante, "*Alladin*") (USCA 8C, 1953),<sup>43</sup> la

---

<sup>42</sup> Al respecto, corresponde hacer algunos comentarios. Los bonos regidos por el derecho inglés históricamente han permitido que una mayoría agravada de tenedores pudiera modificar los términos del contrato que rige a los títulos (incluso los términos de pago) con efecto vinculante para toda la clase. Estas modificaciones tenían por finalidad dar al emisor y a la mayoría de los acreedores una alternativa al concurso o quiebra (*bankruptcy*).

Antes de 1939, varios de los bonos emitidos en los Estados Unidos compartían esta característica. Sin embargo, tras la crisis de 1929, los accionistas de algunas sociedades estadounidenses comenzaron a comprar los bonos emitidos con el propósito de lograr las mayorías necesarias para condonar o diferir los pagos y, en consecuencia, tener los bienes de la sociedad deudora a su disposición (BUCHHEIT y GULATI, 2000, 66-7). Por prácticas como éstas, primaba entonces la idea de que los acuerdos de reestructuración de deuda eran collusivos, en contraste con los procedimientos judiciales de *bankruptcy* que eran percibidos como baratos y rápidos (ROE, 2016: 364). De esta manera, el Congreso de los Estados Unidos aprobó la reforma de la *Trust Indenture Act* e introdujo una prohibición absoluta de menoscabo del derecho de cobro sin el consentimiento del tenedor del título en la sección 316(b).

<sup>43</sup> *Aladdin Hotel Co.* ("Aladdin Hotel") emitió bonos en 1938 por un valor nominal total de USD 250.000, pagaderos el 01.09.1948 con un interés anual (a) del 5 % de las ganancias netas de la sociedad, y (b) del 8 % desde el vencimiento del plazo de pago del capital hasta su cumplimiento. Los términos de emisión preveían la posibilidad de modificar y extender el plazo de pago con el acuerdo de los tenedores de bonos representativos de al menos dos tercios de la deuda emitida y la conformidad del deudor. A tres meses del vencimiento del pago de capital, los bonos representativos de más del 72% de la deuda emitida estaban en manos de los accionistas controlantes de Aladdin Hotel, quienes resolvieron aprobar la enmienda del aquel plazo para que se prorrogue su vencimiento por diez años. Esta enmienda (y otras similares) fueron aprobadas de estricta conformidad con la letra del contrato de emisión de los títulos. Por su parte, la actora (Josephine Bloom), tenedora de bonos con garantía real y accionó contra el deudor (que propició la enmienda y se benefició con la prórroga), los bonistas mayoritarios/accionistas controlantes (que aprobaron la enmienda y fueron beneficiarios indirectos del provecho de la sociedad con la prórroga), y el agente fiduciario (que certificó la validez de la enmienda y se benefició con la extensión del plazo del fideicomiso), con el fundamento de que (a) los tenedores de bonos garantizados no fueron notificados de la convocatoria para la enmienda (no era requerida por el contrato), ni prestaron su conformidad para aquélla. Así, Bloom sostuvo que las modificaciones fueron inválidas porque no fueron hechas de buena fe, ni para el beneficio equitativo de todos los bonistas, sino corruptamente para el beneficio de los demandados, quienes privaron a los tenedores minoritarios de su propiedad (USCA 8C, 1953).



Corte de Apelaciones para el Octavo Circuito afirmó que no corresponde considerar la existencia de deberes implícitos de buena fe entre los actores a menos que así estuviera expresamente previsto en el contrato de deuda.<sup>44</sup> A esta doctrina judicial subyace el entendimiento de que las partes involucradas son actores comerciales sofisticados que participan en contratos bilaterales con términos bien detallados (BRATTON y GULATI, 2004: 66-7).

Fuera Nueva York y con eje en la relación entre el deudor y sus acreedores, el Tribunal de Equidad de Delaware en *Kass v. Eastern Airlines, Inc.* (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986a)<sup>45</sup> resolvió a favor de la validez de una modificación de los términos del prospecto (*amendment consent*) incentivada por el deudor. Los tenedores disconformes cuestionaron que la buena fe implicada por que la oferta de pago sólo fuera para quienes votaran a favor de la enmienda; y la corte sostuvo que la publicidad de la oferta permitía a cada miembro de la clase estimar la conveniencia de su opción sin que hubiera tratamiento desleal (p. 1080):

---

44 “The rights of the bondholders [...] are to be determined by their contract and courts will not make or remake a contract merely because one of the parties thereto may become dissatisfied with its provisions, but if legal will interpret and enforce it. [...] There is no question that the provision in the trust deed and bonds was a legal provision which violated no principle of public policy nor private right [...]. Their rights must be determined by their contract and not by any equitable doctrine, and notice to the other bondholders could have served no possible purpose. Litigants have no standing in a court of equity where a remedy at law is available” (USCA 8C, 1953).

45 *Eatern Airlines, Inc.* (“Eastern”) acordó una fusión con una subsidiaria de Texas Air Corporation, asumiendo la obligación de realizar sus mejores esfuerzos seguidamente se hiciera un pago de dividendos a la controlante (Texas Air). Sin embargo, este pago estaba prohibido por el prospecto de emisión de bonos de Eastern en razón de su estado financiero y, en consecuencia, ofertó un acuerdo de enmienda (*amendment consent*). Las propuestas de enmienda no modificaban los términos de los títulos en forma alguna que beneficiara a los accionistas de Eastern directamente o ésta como entidad -dado que no reducían el interés o la maduración de los bonos-, sino que implicaban una autorización para un pago que, de otra manera, estaba prohibido a cambio de un incentivo para consentir.

El actor pretendía una *injunction* contra la modificación de los términos de su crédito, con fundamento en que el pago ofrecido a cambio del consentimiento (*consent payment*) sólo era realizado a favor de quienes votaban a favor de la moción, siendo condicionada de esta manera la elección de cada miembro de la clase a través de “a course that violates public policy and constitutes a breach of an implied contractual term requiring it to deal fairly and in good faith with its noteholders” (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: 1077). Al respecto, se aclara que la *public policy* referida es la prohibición de compra de votos en materia societaria y electoral.

[t]he fact that the offer in this case is one made publicly to all voters on the same terms—that each bondholder is free to accept or reject it precludes, in my opinion, a conclusion that it disenfranchises any voter or group of voters (although the same could not perhaps be said were the offer of consideration in exchange for a bondholder's vote not made to all bondholders on the same terms).

En *New Bank of New England, N.A. v. Toronto-Dominion Bank* (USDC SDNY, 1991: 1021), la Corte del Distrito Sur de Nueva York reafirma la línea doctrinal de *Aladdin* al sostener que:<sup>46</sup>

[c]ourts have generally refused to rewrite agreements to provide minority lenders with any rights, such as the "implied" right sought here by NBNE, which are not expressly set forth in the agreements. [...] Nor is there any basis for reading fiduciary

---

<sup>46</sup> Noble Broadcast Group, Inc. ("Noble") celebró un acuerdo de préstamo sindicado con otras cuatro partes, entre las cuales estaba el New Bank of New England ("NBNE"). Este contrato establecía que éste ni sus notas ni sus términos podían modificarse o complementarse sin el consentimiento por escrito de todos los prestamistas si extendía la maduración de los créditos, o reducía el interés o extendía el plazo de pago de los intereses. Asimismo, el contrato preveía que (a) la mayoría absoluta de los prestamistas podía declarar la aceleración de la deuda, forzar el pago y ejercer todos los otros derechos y remedios en caso de *default*; pero una unanimidad era requerida para desestimar un evento de *default*.

Al mismo tiempo, los prestamistas y otros dos acreedores de Noble celebraron un contrato entre ellos por el cual establecieron que ninguno de ellos tendría derecho a reclamo alguno por acción u omisión que aquéllos realizaran en relación con el acuerdo de préstamo sindicado con Noble o con ese mismo contrato, salvo que así estuviera expresamente dispuesto en éste.

Posteriormente, Noble no realizó los pagos correspondientes, por lo que Bank of New England (antecedente de NBNE) notificó a los otros prestamistas que (a) el incumplimiento que constituía su incursión en *default*; (b) no consentía la desestimación del *default*; y (c) los requería a iniciar la aceleración de los plazos. Por el contrario, Toronto-Dominion Bank respondió con una copia de una carta suya y de otros prestamistas por las cuales se informaba a Noble su intención de no acelerar los plazos en el entendimiento de que la sociedad iba a seguir negociando la reestructuración de su deuda. Esta negociación continuó y Noble acordó con todos sus prestamistas (salvo NBNE) extender los plazos de pago de capital e intereses, y reducir la tasa de interés.

or other duties into agreements “among sophisticated lending institutions”.

Además, la Corte de Distrito Sur de Nueva York negó que se pueda interpretar ambigüedad en un contrato solamente porque una de las partes se torna disconforme con su posición según los términos contractuales.<sup>47</sup> Además, mantuvo la doctrina de que los actores sofisticados que actúan en cuestiones centrales de su actividad no pueden sostener que tenían por intención otros resultados que los explícitos en el texto de sus acuerdos.<sup>48</sup>

Pocos años después, en *CIBC Bank & Trust Co. (Cayman) v. Banco Central do Brasil*<sup>49</sup> (USDC SNDY, 1995), un banco demandó contra el bloqueo de su iniciativa de acelerar los plazos de la deuda como consecuencia de un acuerdo colusivo entre el Estado brasileño (deudor) y una sociedad controlada por éste. Nuevamente se invocaba la violación de un supuesto deber implícito de buena fe entre los acreedores, y la corte resolvió que no existen tales deberes cuando las acciones realizadas están expresamente autorizadas en el contrato (BRATTON y GULATI, 2004: 66, 75-6). En palabras de la corte (USDC SDNY, 1995: 1118):

---

<sup>47</sup> “Nor should the court read an ambiguity into an agreement merely because one of the parties becomes dissatisfied with its position under the plain terms of the agreement. *E.g., United States v. 0.35 Of An Acre Of Land, Westchester County*, 706 F. Supp. 1064, 1070 (S.D.N.Y. 1988) (“where the language chosen contains no inherent ambiguity ... courts are hesitant, under the guise of judicial construction, to imply additional requirements to relieve a party from an asserted disadvantage following from the terms used”); *Libra Bank Limited v. Banco Nacional De Costa Rica, S.A.*, 570 F. Supp. 870, 893 (S.D.N.Y.1983) (“where there is no inherent ambiguity, courts should not ... reach an artificial interpretation in order to relieve a party from an improvident bargain”)” (USDC SDNY, 1991: 1022).

<sup>48</sup> “All of the circumstances indicate that the parties to these agreements were sophisticated institutions, dealing with the central issues of their business. As such, there is no basis to presume that they intended a result other than that required by the language of their agreements stalemate or not” (USDC SDNY, 1991: 1022).

<sup>49</sup> En este caso, el Banco de Brasil —sociedad controlada por el Estado brasileño— revocó aceptación de la oferta de reestructuración de deuda según instrucciones de las autoridades de aquel país, a fin de mantener una tenencia suficiente para bloquear la iniciativa del actor (*holdout*) de acelerar la deuda (USDC SDNY, 1995: 1107).

[p]laintiff's allegations charge defendants with nothing more than exercising their rights under the MYDFA [el contrato de préstamo]; such behavior is not actionable. [... T]he law in New York is clear that "although the obligation of good faith is implied in every contract, it is the terms of the contract which govern the rights and obligations of the parties. The parties' contractual rights and liabilities may not be varied, nor their terms eviscerated, by a claim that one party has exercised a contractual right but has failed to do so in good faith." *National Westminster Bank, U.S.A. v. Ross*, 130 B.R. 656, 679 (S.D.N.Y. 1991) [...]; see also *Hartford Fire*, 723 F. Supp. at 991 ("The mere exercise of one's contractual rights, without more, cannot constitute ... a breach [of the implied covenant of good faith and fair dealing]." [...]; *Associates Capital Services Corp. v. Fairway Private Cars, Inc.*, 590 F. Supp. 10, 16 (E.D.N.Y.1982) ("[Defendant] does not breach its duty of good faith and fair dealing by exercising its rights under the contracts.").

De esta manera, la jurisprudencia de Estados Unidos es adversa la admisión de deberes implícitos entre tenedores de títulos privados cuando están involucrados sujetos sofisticados y capaces de negociar los términos que quieren en contratos bien definidos (BUCHEIT y GULATI, 2002: 1339; BRATTON y GULATI, 2004: 65).<sup>50</sup> Esta conclusión es relevante porque el Derecho de Estados Unidos —en especial, el de Nueva York— tiene muy pocas reglas sobre deberes entre bonistas de una misma clase (BRATTON y GULATI, 2004: 64) y, aún menos, sobre títulos de deuda soberana. En consecuencia, la corte que deba conocer en un caso donde se cuestione el ejercicio de derechos derivados de una cláusula de acción colectiva de un bono de deuda pública probablemente aplique por analogía el derecho de los títulos privados, donde —como se expuso— los deberes de buena fe suelen ser tenidos por inexistentes.

---

<sup>50</sup> "The New York Court of Appeals has explained: "The fundamental, neutral precept of contract interpretation is that agreements are construed in accord with the parties' intent. The best evidence of what parties to a written agreement intend is what they say in their writing. Thus, a written agreement that is complete, clear and unambiguous on its face must be enforced according to the plain meaning of its terms" *Greenfield Philles Records, Inc.*, 98 N.Y.2d 562, 569 (2002) (citations and quotations omitted)" (USDC SDNY, 2009: 11).

Por lo tanto, el actor que invoque la violación de un deber de buena fe aplicable a los bonos deberá demostrar que, a partir de los términos expresos del contrato, las partes habrían incluido un término particular (implícito) si hubieran negociado en relación con aquél. Este estándar se desprende de la doctrina de *CIBC*, según la cual los tribunales no deben intervenir cuando la acción en cuestión sea acorde con los términos expresos del contrato (BUCHHEIT y GULATI, 2002: 1341-2), aún cuando ello implique una subversión sustancial de las expectativas de la contraparte (BRATTON y GULATI, 2004: 66), puesto que admitir términos adicionales *ex post* frustraría la intención de las partes y agregaría incertidumbre a la relación jurídica (p. 65).

#### **IV. *Exit consents* en la jurisprudencia**

En esta sección se presentan los principales embates argumentales contra la validez de los *exit consents* y su valoración judicial ante los tribunales de Estados Unidos e Inglaterra, cuyos ordenamientos jurídicos —como se apuntara anteriormente— son generalmente el Derecho aplicable a los bonos de deuda soberana.

Como se expusiera en la Sección III, los *exit consents* tienen efectos que pueden ser calificados como “coercitivos” o “forzosos”. En consecuencia, distintos bonistas perjudicados por su carácter minoritario han atacado las enmiendas resueltas desde tres perspectivas básicas y diferentes: (a) como incumplimiento del deber contractual implícito de buena fe y tratamiento leal por parte del emisor (*Katz v. Oak Industries*, 1986); y (b) como incumplimiento de la obligación de buena fe entre los bonistas y abuso de la mayoría en detrimento de las minorías (*Assénagon v. Irish Bank*, 2012; *Azevedo v. Imcopa*, 2013).

Asimismo, como reflejo de la jurisprudencia moderna estadounidense, se incluyen tres casos de la Corte del Distrito Sur de Nueva York (*Federated Strategic v. Mechala*, 1999; *Meehancombs v. Caesars Entertainment*, 2015; *Marblegate v. Education Management*, 2015) que revelarían un potencial punto de inflexión en relación con la legalidad de las cláusulas de acción colectiva —y, por ende, de los *exit consents*— a partir de una reinterpretación de la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939.

Sin perjuicio de haber sido señalado en la introducción, aquí se insiste en que los casos abordados tienen por partes a deudores y acreedores privados mas no soberanos. Por un lado, esto se debe a que han sido escasas las experiencias de *exit consents* en el

marco de deuda soberana que hayan sido controvertidas judicialmente. Por otro, la ausencia de normas específicas en relación con los títulos de deuda pública conducen a los tribunales regidos por el sistema de *common law* (con las particularidades de sus respectivos Derechos Públicos) a aplicar directa o analógicamente los estándares correspondientes a los títulos de deuda privada,<sup>51</sup> razón por la cual éstos son relevantes para el estudio de los *exit consents*.

#### A) *Moise Katz v. Oak Industries, Inc.* (1986)

El *leading case* histórico en materia de *exit consents* en el Derecho de los Estados Unidos es *Moise Katz v. Oak Industries, Inc.*, resuelto por el Tribunal de Equidad de Delaware en 1986 en un sentido favorable a su validez.

Oak Industries, Inc. (en adelante, "Oak Industries") era una empresa de Delaware que entró en crisis a mediados de la década de 1980. En 1985, la sociedad recibió una oferta de adquisición por Allied-Signal, condicionada a que reestructurara y redujera su deuda en un 85% (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: I). Entonces, Oak Industries emitió una oferta de canje sujeta a un *exit consent*;<sup>52</sup> y uno de sus acreedores, Moise Katz, accionó para que se prohibiera la enmienda de los términos de sus bonos con el argumento de que la oferta de canje sujeta al *exit consent* era coercitiva y constituía un incumplimiento al deber de buena fe del emisor de los bonos con sus acreedores. De conformidad con la exposición de Katz, la situación era la siguiente (pt. II):

[t]he purpose and effect of the Exchange Offers is to benefit Oak's common stockholders at the expense of the Holders of its debt securities, to force the exchange of its debt instruments at unfair

---

<sup>51</sup> Sin embargo, esta afirmación no sería extensible a los casos en los cuales se resolvió por aplicación de la *Trust Indenture Act* de 1939, puesto que ésta expresamente establece que no aplica para las deudas soberanas.

<sup>52</sup> "The condition of the offer that tendering security holders must consent to amendments in the indentures governing the securities gives rise to plaintiff's claim of breach of contract in this case. Those amendments would, if implemented, have the effect of removing significant negotiated protections to holders of the Company's long-term debt including the deletion of all financial covenants. Such modification may have adverse consequences to debt holders who elect not to tender pursuant to either exchange offer" (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: I).

price and at less than face value of the debt instruments pursuant to a rigged vote in which debt Holders who exchange, and who therefore have no interest in the vote, must consent to the elimination of protective covenants for the debt Holders who do not wish to exchange.

De esta manera, Katz sostenía que los bonistas racionales eran *forzados* a aceptar y consentir, so pena de enfrentarse al riesgo que sus bonos quedasen desprovistos de las protecciones financieras convenidas y sin mercado posible (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: II). Asimismo, alegaba que la vinculación entre la oferta de canje y el requerimiento de consentimiento para enmendar los términos de los bonos en circulación constituía una supuesta violación de la obligación contractual de actuar de buena fe que Oak Industries tenía ante sus bonistas (*id.*).

Ante esta fundamentación, el Tribunal de Equidad de Delaware sostuvo, en primer lugar, que las relaciones entre emisores y bonistas tienen naturaleza contractual. En consecuencia, los derechos y obligaciones de las partes son (o deben ser) definidos en los instrumentos de la relación, con lo cual son éstos —y no conceptos amplios como la equidad— los que definen las obligaciones de la sociedad con sus bonistas (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III):

[a]rrangements among a corporation, the underwriters of its debt, trustees under its indentures and sometimes ultimate investors are typically thoroughly negotiated and massively documented. The rights and obligations of the various parties are or should be spelled out in that documentation. The terms of the contractual relationship agreed to and not broad concepts such as fairness define the corporation's obligation to its bondholders.

Por lo tanto, la afirmación —antes citada— de que el propósito y efecto de la oferta de canje era beneficiar a los accionistas de Oak Industries a expensas de los tenedores de su deuda no implicaba por sí antijuricidad alguna ni violación de contrato, puesto que era la obligación de los directores intentar tales beneficios de conformidad con la ley (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III).

En segundo lugar, la corte afirmó que el uso de la palabra "coercitivo" —en calificación de actos concebidos por una parte para afectar la voluntad de otra a través del ofrecimiento de incentivos para la realización de un acto determinado o del arreglo de consecuencias negativas para otro acto que se busca desestimar— tampoco tiene una implicancia jurídica negativa por sí, en especial cuando el Derecho permite distintos tipos de coerción en este sentido (por ejemplo, en ejercicio de la responsabilidad parental, de las facultades sancionatorias del empleador, etc.).<sup>53</sup> Entonces, la cuestión no es si la oferta de canje de deuda y el requerimiento de consentimiento son "coercitivos", sino si son "indebidamente coercitivos" (*wrongful coercion*) según el derecho de los contratos (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III).

Entonces, el tribunal afirmó que el derecho contractual moderno reconoce generalmente una convención implícita con el efecto de que cada parte de un contrato actuará de buena fe en relación con el objeto de la relación. Esta obligación sería la que Katz afirmaba que Oak Industries violaba con la sujeción de la oferta de canje al requerimiento de consentimiento de enmienda de los bonos en circulación. Ahora bien, dado que se trataba de una obligación contractual implícita, el estándar a aplicar según la corte era el siguiente (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III):

it is clear from what was expressly agreed upon that the parties who negotiated the express terms of the contract would have agreed to proscribe the act later complained of as a breach of the implied covenant of good faith – had they thought to negotiate with respect to that matter. If the answer to this question is yes, then, in my opinion, a court is justified in concluding that such act

---

<sup>53</sup> "If, *pro arguendo*, we are to extend the meaning of the word coercion beyond its core meaning [...] to reach instances in which the claimed coercion arises from an act designed to affect the will of another party by offering inducements to the act sought to be encouraged or by arranging unpleaseant consequences for an alternative sought to be discouraged, then – in order to make the term legally meaningful at all – we must acknowledge some further refinement is essential. Clearly some "coercion" of this kind is llegaly unproblematic [...]. For the word to have much meaning for purposes of legal analysis, it is necessary in each case that a normative judgement be attached to the concept ("inappropriately coercive" or "wrongfully coercive", etc.). But, it is then readily seen that what is legally relevant is not the conclusory term "coercion" itself but rather the norm that leads to the adverb modifying it" (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III).



constitutes a breach of the implied covenant of good faith.

En estos términos, la corte aplica este *test* para determinar si las partes que negociaron la oferta de canje y el requerimiento de consentimiento habrían prohibido contractualmente el condicionamiento entre la manifestación de tal consentimiento y el canje de los bonos. Su entendimiento fue que no había previsión que confiera a los bonistas el poder de vetar las mociones de enmienda incentivadas por Oak Industries, en especial cuando este incentivo es ofrecido en los mismos términos a todos los bonistas.<sup>54</sup>

Un segundo argumento analizado por el juez era que la prohibición de que Oak Industries participe en la asamblea de bonistas con bonos en su cartera no era violada por los incentivos implicados con la oferta de canje sujeta al requerimiento de consentimiento. Si el propósito de esta regla era evitar posibles votaciones del emisor como bonista a favor de modificaciones que lo beneficiarían, la vinculación de la oferta de canje con el requerimiento de consentimiento no implicaba el riesgo de que los intereses de los bonistas fueran afectados por el voto de alguien involucrado con intereses financieros distintos que los propios de los bonistas.<sup>55</sup> En este sentido, se descartaba la posibilidad de equiparar a Oak Industries con los bonistas incentivados por la oferta de canje (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III):

[t]hat the consent is to be given concurrently with the transfer of the bonds to the issuer does not in any sense create the kind of

---

<sup>54</sup> “Applying the foregoing standard to the exchange offer and consent solicitation, I find first that there is nothing in the indenture provisions granting bondholders power to veto proposed modifications in the relevant indenture that implies that Oak may not offer an inducement to bondholders to consent to such amendments. Such an implication, at least where, as here, the inducement is offered on the same terms to each holder of an affected security, would be wholly inconsistent with the strictly commercial nature of the relationship” (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III).

<sup>55</sup> “The evident purpose of the restriction on the voting of treasury securities is to afford protection against the issuer voting as a bondholder in favor of modifications that would benefit it as a issuer, ever though such changes would be detrimental to bondholders. But the linking of the exchange offer and the consent solicitation does not involve the risk that bondholder interests will be affected by a vote involving anyone with a financial interest in the subject of the vote other than a bondholder’s interest” (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986: III).

conflict of interest that the indenture's prohibition on voting treasury securities contemplates. Not only will the proposed consent be granted or withheld only by those with a financial interest to maximize the return of their investment in Oak's bonds, but the incentive to consent is equally available to all members of each class of bondholders. Thus the "vote" implied by the consent solicitation is not affected in any sense by those with a financial conflict of interest.

El último aspecto señalado en el pasaje citado es especialmente relevante: todos los bonistas están igualmente expuestos al incentivo de votar a favor de la enmienda, con lo cual no se configura una diferencia particular entre aquéllos en relación con sus intereses financieros. Así, no era sostenible que la operación estructurada implicaba una violación a las obligaciones de buena fe (*good faith*) y justo tratamiento (*fair dealing*).

De esta manera, la Corte de Equidad de Delaware convalidó el condicionamiento de la oferta de canje de deuda al *exit consent*. Sin embargo, la *fuera* de autoridad de este precedente ha sido relativa, puesto que no es el Derecho del Estado de Delaware sino el del Estado de Nueva York el que suele regir los términos de emisión de los bonos de deuda externa soberana. Aún más, como veremos, las Cortes del Distrito Sur de Nueva York han negado la legalidad de las cláusulas de acción colectiva —necesarias para los *exit consents*— de conformidad con la *Trust Indenture Act* de 1939.

### B) *Federated Strategic Income Fund v. Mechala Group Jamaica, Ltd.* (1999)

En *Federated Strategic Income Fund v. Mechala Group Jamaica, Ltd.*, la Corte del Distrito Sur de Nueva York bloqueó un *exit amendment* con base en la injusticia que implicaba para los *holdouts*.

Mechala Group Jamaica, Ltd. ("Mechala") era una sociedad jamaicana *holding* de distintas empresas importantes del mercado interno de ese país. Como consecuencia de la devacle económica de Jamaica en 1997, Mechala comenzó a tener problemas financieros. En este contexto, emitió notas en 1996 y 1997 con fechas de maduración en diciembre de 1999 ("Serie 1999") y 2002 ("Serie 2002").

Hacia principios de 1999, Mechala advirtió que no podía repagar el capital de la Serie 1999 y, en consecuencia, ofreció un acuerdo de recompra de todos los títulos que había emitido —Series 1999 y 2000— a una razón de USD 0,35 por cada USD 1,00 de deuda (USDC SDNY 1999, 1):

[t]his initial offer would be consummated if a majority of holders tendered their Notes, as well as consented to certain proposed amendments to the indentures which were outlined in the offer. The initial offer informed holders that Mechala “[did] not intend to make the next interest payments due on the 1999 Notes and the 2002 Notes ... and will be unable to repay or refinance the 1999 Notes at their scheduled maturity date on December 30, 1999”.

Esta oferta fue rechazada por los tenedores de los títulos. En consecuencia, Mechala y un comité de acreedores iniciaron una etapa de negociación por la que terminaron acordando un precio de USD 0,45 por cada USD 1,00 y un adicional de USD 2 millones como pago por consentimiento (*consent payment*) a prorrata de los tenedores que ingresaran al canje y votaran a favor de la enmienda de los términos de los títulos anteriores. Esta oferta fue aceptada por el 77% de los tenedores de los títulos; y el valor de recompra resultante para los *holdins* fue USD 0,485 por cada USD 1,00.

Ahora bien, las enmiendas a los términos de los títulos aprobadas implicaban la eliminación de cláusulas de los prospectos de emisión que facilitaban el cumplimiento forzoso de las obligaciones, por ejemplo (USDC SDNY, 1999: 2-3):

maintaining an agent for service in New York; consenting to jurisdiction in New York; a waiver of immunities available to the company; maintaining a corporate existence; and limitations on the company's ability to enter into certain transactions with its affiliates.

Asimismo, las enmiendas aprobadas eliminaban distintos supuestos de *default* y liberaban a una subsidiaria garante de la obligación de responder por el incumplimiento de Mechala ante los *holdouts*. Además, seguido al canje, Mechala iba a realizar una profunda reorganización empresarial por la cual iba a dejar de ser la controlante final del grupo y se convertiría en una (USDC SDNY, 1999: 3)

holding company whose only assets will be a nominal amount of cash and other assets and 0.1% of the ordinary shares of ICDL [nueva sociedad controlante], and ICDL will be the holding company for all of the subsidiaries of the Company currently owned directly or indirectly by the Company.

En estos términos, los *holdouts* que no aceptaban el *exit consent* se quedaban con títulos de muy difícil realización emitidos por una sociedad insolvente. En consecuencia, Federated Strategic Income Fund y otros *holdouts* pidieron una *preliminary injunction* (similar a una medida cautelar de no innovar) contra la efectividad de la enmienda de los términos de sus títulos (USDC SDNY, 1999).

A pesar de que en la sentencia no se reconocen deberes significativos entre el deudor y sus acreedores, la corte resolvió con fundamento en la injusticia de la oferta (USDC SDNY, 1999: 5; BRATTON y GULATI, 2004: 68), y la violación de la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939 por las enmiendas que afectaban al derecho de cobro del capital e intereses de los *holdouts* (USDC SDNY, 1999: 5):

[p]laintiffs have made a sufficient showing that the offer and proposed amendments would constitute an impairment of the right to sue for payment. Consequently, plaintiffs have established a likelihood of success on the merits, *i.e.* that the offer and proposed amendments may violate the indentures and the Trust Indenture Act by not requiring unanimous consent. Despite defendant's assertions that unanimous consent may be a practical impossibility, and that 77% of the holders have consented, it is still the law that there is no inherent right to proceed with an unlawful tender offer if a violation of the indentures has in fact occurred. See *Gulf & Western Industries, Inc. v. Great Atlantic & Pacific Tea Co.*, 476 F.2d 687, 698 (2d Cir.1973) (no inherent right to proceed with an unlawful tender).

En estos términos, la Corte del Distrito Sur de Nueva York concendió la *preliminary injunction* con fundamento en la presunción de legitimidad de su reclamo basado en la violación de la *Trust Indenture Act* de 1939 (*fumus bonis iuris*) y el peligro en la demora, y ordenó a Mechala a abstenerse de consumir el *exit consent*.

C) *Assénagon Asset Management v. Irish Bank Resolution Corporation, Ltd.* (2012)

El primer caso en que se prueba la legalidad de los *exit consents* en el Derecho de Inglaterra es *Assénagon Asset Management S.A. v. Irish Bank Resolution Corporation, Limited*, resuelto por la Alta Corte de Justicia de Inglaterra (División de Equidad) en 2012.

A modo de recapitulación, la cuestión en *Katz v. Oak Industries* (DEL. COURT OF CHANCERY, 1986) había sido planteada como una violación de la obligación contractual de buena fe por el emisor ante sus bonistas. Por el contrario, aquí se planteaba que eran los bonistas mayoritarios quienes al votar a favor de la enmienda de los términos de los bonos según el acuerdo de oferta incurrieran en un ejercicio abusivo de sus derechos sobre la minoría (EWHC, 2012).<sup>56</sup> Otra diferencia importante entre estos dos casos es que la cláusula de enmienda de aquel caso tenía menos restricciones que en éste.<sup>57</sup>

En junio de 2007, Irish Bank emitió bonos por EUR 750 millones subordinados al pago de todos los acreedores de la sociedad salvo los accionistas con vencimiento en 2017 (en adelante, los “Bonos 2017”) (EWHC, 2012: pt. 9(iii)). Estos títulos fueron emitidos como notas globales a un depositario, de manera que los bonistas eran registrados como tenedores de un monto nominal agregado y considerados como participantes en el marco de un fideicomiso (pt. 12). En este marco, los bonistas podían celebrar asambleas y resolver (pt. 17):

(a) Power to sanction any compromise or arrangement proposed to be made between the issuer and the Noteholders [...].

---

<sup>56</sup> “[T]he challenge made in the present case to the exit consent technique is mainly based upon an alleged abuse by the majority bondholders of their power to bind the minority, albeit at the invitation of the issuer. The challenge is based upon the well recognised constraint upon the exercise of that power by a majority, namely that it must be exercised *bona fide* in the best interests of the class of bondholders as a whole, and not in a manner which is oppressive or otherwise unfair to the minority sought to be bound” (EWHC, 2012: pt. 5).

<sup>57</sup> “It is evident that the prohibition in the *Oak Industries* case was more narrowly framed than the prohibition in paragraph 13 of Schedule 3. It did not extend to securities which, although not in Oak’s treasury, were nonetheless held for its benefit or to its order” (EWHC, 2012: pt. 62).

(b) Power to sanction any abrogation, modification, compromise or arrangement in respect of the rights of the Noteholders [...] against the issuer or against any of its property whether such rights shall arise under these presents or otherwise.

(c) Power to assert to any modification of the provisions contained in these presents which shall be proposed by the Issuer or the Trustee.

Tales resoluciones requerían una mayoría del 75% de los votos presentes y eran vinculantes para todos los bonistas sin importar si hubieran estado presentes, ausentes, si hubieran votado o se hubieran abstenido (EWHC, 2012: pt. 18). Asimismo, el emisor no podía votar directa ni indirectamente en ninguna de las asambleas en relación con bonos habidos por su cuenta o a su beneficio (pt. 16).

Hacia septiembre de 2008, Irish Bank se había convertido en el tercer banco más grande del mercado irlandés y representaba aproximadamente el 50% del producto bruto interno de ese país. Sus principales inversiones eran préstamos comerciales y, como resultado de la crisis financiera de aquel año, el rápido decrecimiento del valor de la propiedad comercial implicó una crisis de liquidez que hubiera conducido a Irish Bank a la quiebra, de no haber sido rescatado por el Gobierno de Irlanda. Esta protección se fundó en la supuesta importancia sistémica del Irish Bank para la estabilidad del sistema financiero irlandés (EWHC, 2012: pt. 19).

El rescate del Gobierno de Irlanda tuvo varias etapas. En un principio, consistió en la garantía de determinados pasivos del Irish Bank, entre los cuales estaban los Bonos 2017 para el período comprendido entre 30.09.2008 y 29.09.2010 (EWHC, 2012: pt. 19). Sin embargo, el Irish Bank fue posteriormente nacionalizado por su importancia para el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero irlandés en enero de 2009 (pt. 21).

Assénagon adquirió Bonos 2017 entre septiembre de 2009 y abril de 2010 a precios de entre EUR 0,418 y 0,42 por cada EUR 1,00 de deuda. Según la corte, el descuento sustancial con el cual se comerciaban era un reflejo de la expectativa en el mercado que la garantía dada del Gobierno de Irlanda no sería extendida indefinidamente y que los tenedores de estos bonos subordinados no serían tratados con la misma consideración que los consumidores bancarios (EWHC, 2012: pt. 26). En esta línea, el

Gobierno de Irlanda propició el esfuerzo compartido (*appropriate burden sharing*) de los tenedores de deuda subordinada del Irish Bank (pt. 27), para lo cual se realizó una oferta de canje en 2010 para títulos como los Bonos 2017 con fuertes quitas nominales (EUR 0,20 por cada EUR 1,00) (pt. 30), es decir, a valores cercanos a su cotización bursatil de entonces (pt. 36). Ahora bien, el prospecto del canje preveía lo siguiente (pt. 33):

[b]y offering to exchange its Existing Notes, a holder will be deemed to have given instructions for the appointment of the exchange and tabulation agent (or its agent) as its proxy to vote in favour of the relevant Extraordinary Resolution in respect to all Existing Notes of the relevant series offered for exchange by such holder and which accepted by the Bank at the 2017 [...] Notes Meeting...

It will not be possible to Holders of a Series of Existing Notes to validly offer to exchange Existing Notes pursuant to the Exchange Offer without at the same time appointing the Exchange Tabulation Agent (or its agent) as their proxy to vote in favour of the Extraordinary Resolution in respect of the relevant Series as described above.

De esta manera, la participación en el canje estaba condicionada al otorgamiento de un poder para votar en la asamblea de bonistas a favor de una enmienda del contrato cuyo objeto era que el Irish Bank pudiera rescatar los Bonos 2017 al precio de EUR 0,01 por cada EUR 1000 de valor nominal con posterioridad al cierre del canje (EWHC, 2012: pt. 30). Obviamente, la aprobación de esta resolución extraordinaria tenía efectos vinculantes para todos los bonistas de la clase, independientemente de que hubieran sido representados en la asamblea (o, incluso, votado a favor de la moción) pero no aceptado la oferta con anterioridad al vencimiento de su plazo de caducidad.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> "If an Extraordinary Resolution is passed in respect of any Series of Existing Notes and the approved amendments are implemented by the Bank by the way of publication [...] of amendments to the Final Terms of the relevant Series, the amendments shall be binding on all Holders of Existing Notes of such Series, whether or not those Holders attended or were otherwise represented at the relevant Meeting and/or voted in favour of the relevant Proposal" (EWHC, 2012: pt. 34).

Si bien la oferta no contemplaba una prima en el valor nominal de canje sobre el valor del mercado, el incentivo fue suficiente para alcanzar una participación de bonistas representativos del 92,03% de la deuda instrumentada en los Bonos 2017 (EWHC, 2012: pt. 36). De esta manera, la resolución extraordinaria fue aprobada y el Irish Bank rescató los bonos de los *holdouts* al valor nominal de EUR 0,01 por cada EUR 1000 de valor nominal; y Assénagon —que no asistió ni votó en la asamblea de bonistas (*id.*)— recibió EUR 170 por su tenencia de Bonos 2017 por un valor nominal de EUR 17 millones (pt. 37).

En este escenario, Assénagon accionó con fundamento en que (a) la resolución extraordinaria constituyó la conferencia de un poder al Irish Bank para rescatar los Bonos 2017 a un valor nominalmente simbólico; (b) los bonistas que habían aceptado el canje y votaron a favor de la resolución extraordinaria tenían sus bonos para el beneficio o a cuenta del Irish Bank; y (c) la resolución extraordinaria no confería ventaja o beneficio a los tenedores de Bonos 2017, y sólo afectaba opresiva e injustamente a la minoría que no había aceptado la oferta con un compromiso de votar a favor de la moción de enmienda de los términos de los bonos (EWHC, 2012: pt. 39).

El análisis de la Alta Corte de Justicia se construyó desde la afirmación de principios generales del Derecho inglés en relación con la interpretación y ejercicio de los poderes conferidos a mayorías para aprobar resoluciones vinculantes para las minorías. El estándar es que tales poderes deben ejercerse en consecución de intereses generales y no particulares, es decir, “not for the benefit of any particular parties holding [...] shares, but for the benefit of the whole society and partnership” (EWHC, 2012: pt. 41). Si bien el ejemplo por antonomasia de aplicación de estas reglas es el de la actividad intrasocietaria —especialmente en los órganos de gobierno—, el tribunal invocó distintos antecedentes según los cuales también aplicarían a las asambleas de bonistas.<sup>59</sup> Es importante señalar

---

<sup>59</sup> “Those principles are of ancient origin and it is common ground that they are fully applicable to the class constituted by the 2017 Noteholders, in relation to the construction and exercise of the powers conferred on a voting majority by the Trust Deed” (EWHC, 2012: pt. 40). En este mismo sentido, el tribunal apuntó que: “[t]he basis for the application of that principle in relation to powers conferred on majorities to bind minorities is traditionally described as arising from general principles of law and equity, and by way of implication. In *Allen v Gold Reefs of West Africa* [1900] 1 Ch 656, at 671, Lindley M.R. said this, in relation to a power conferred on the majority of shareholders to alter the articles of association:— “Wide, however, as the language of s.50 is, the power conferred by it must, like all other powers, be exercised subject to those general principles of law and equity which



que estas reglas serían implícitas, basadas en la equidad (pt. 44), por cuanto —a diferencia de lo que sucedía respecto de otros casos— no había normas legales que aplicaran contra supuestos abusos de poder de las mayorías (pt. 49).

Desde entonces, el desarrollo argumental del tribunal pasó a la calificación de la resolución como abrogatoria de todos los derechos de los tenedores de Bonos 2017. Si bien la resolución no implicaba literalmente una abrogación de derechos sino la atribución de un derecho de rescate para el Irish Bank, en los hechos “the Resolution did more than modify or compromise the rights of Noteholders. It conferred an unqualified right of the Bank to do away with them altogether” (EWHC, 2012: pt. 52).

La calificación de la resolución extraordinaria como abrogatoria es central en la construcción del fallo, puesto que semejante abandono no podía constituir una consecución por la mayoría agravada de los bonistas de intereses generales, es decir, de todos los bonistas (EWHC, 2012: pt. 53). Entonces, el planteo era que la mayoría agravada de los bonistas, en realidad, votaron como si los títulos fueran tenidos en beneficio o a cuenta del Irish Bank, lo cual —como señaláramos anteriormente— estaba prohibido.<sup>60</sup> Esta equiparación se daba de dos maneras: (a) por un lado, los votos de los bonistas siguieron la dirección del Irish Bank; y (b) por otro, dado el consentimiento del canje, el Irish Bank se había convertido en el beneficiario de los bonos (pt. 57). Por el contrario, la defensa del banco sostuvo principalmente que la definición de la voluntad de los bonistas no debía ser considerada al momento de votar en la asamblea de bonistas, sino de su aceptación de la oferta de canje (pt. 58). Sin embargo, la corte rechazó este entendimiento puesto que la regla aplicaba al momento de la asamblea de bonistas (pt. 62).

---

are applicable to all powers conferred on majorities and enabling them to bind minorities. It must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the company as a whole, and it must not be exceeded. These conditions are always implied, and are seldom, if ever, expressed.”-- In the same case Vaughan Williams LJ said, at page 676:-- “I also take it to be clear that the alteration must be made in good faith; and I take it that an alteration in the articles which involved oppression of one shareholder would not be made in good faith” (EWHC, 2012: pt. 44).

<sup>60</sup> Esta prohibición tenía por propósito evitar que la asamblea de los bonistas fuera subvertida en beneficio del Irish Bank: “the purpose of the dissentient to vote in respect of Notes beneficially held by the Bank or for its account was to prevent a vote designed to serve the interests of the Noteholders from being undermined by the exercise of votes cast in the interests of the Bank” (EWHC, 2012: pt. 56).

Por lo tanto, la posición de la corte era que los Bonos 2017 a nombre de los tenedores que habían ingresado en el canje tenían por beneficiario al Irish Bank al momento de la asamblea de bonistas;<sup>61</sup> y que el propósito e intención del canje con el compromiso de votar la enmienda era sacar del mercado a los Bonos 2017 y lograr la total cancelación o rescate a los fines de la reestructuración de la deuda del Irish Bank, de conformidad con los condicionamientos del salvamento realizado por el Gobierno de Irlanda (pt. 66).

Sin embargo, el argumento final de la corte es el fundamental: el abuso de poder de la mayoría sobre la minoría en la enmienda de los términos de los bonos en un sentido menos favorable para quienes declinan a aceptar la oferta de canje de deuda (EWHC, 2012: pt. 69). Esta cuestión, a diferencia de las anteriormente referidas, es esencial al diseño de los *exit consents* y no podría ser eludida por el diseño de la operación a menos que se desnaturalice el dilema del prisionero.<sup>62</sup> En este sentido, la corte sostuvo que (pt. 70):

the only effect of the Resolution was to impose upon a by then defined minority of Noteholders (namely those who had not offered or accepted their Notes for exchange by the Bank) the expropriation of their Notes in circumstances where the majority had by then the benefit of contracts for their exchange for New Notes of substantial value. The Resolution could not therefore be described as being of any conceivable benefit to Noteholders, and was both oppressive and unfairly prejudicial to that minority.

---

<sup>61</sup> "I have nonetheless concluded that Mr Snowden's second submission, namely that in any event Notes by then offered and accepted for exchange were held for the benefit of the Bank by the time of the meeting, is correct. All those Notes were by that time held under contracts for sale between the relevant majority Noteholders and the Bank. Provided only that they were contracts liable to be specifically enforced, then on well settled principles they thereby conferred a beneficial interest in the Notes on the Bank from the moment of the Bank's acceptance of the offered exchange on the day before the meeting" (EWHC, 2012: pt. 64).

<sup>62</sup> El modelo de *exit consent* que evita la configuración de un dilema del prisionero es la concebida por COFFEE y KLEIN (1991), según se refiere en la nota al pie 31.

No obstante, una vez más, rechazó la fundamentación del Irish Bank y construyó su posición a partir de un concepto típico del gobierno corporativo: el interés general (EWHC, 2012: pt. 73):

[i]t is now plain that “*bona fide* for the benefit of the company as a whole” means not two things but one thing. It means that the shareholder must proceed on what, in his honest opinion, is for the benefit of the company as a whole. Secondly, the phrase, “the company as a whole,” does not (at any rate in such a case as the present) mean the company as a commercial entity as distinct from the incorporators. It means the incorporators as a general body. That is to say, you may take the case of an individual hypothetical member and ask whether what is proposed is, in the honest opinion of those who voted in its favour, for that person’s benefit. I think the thing can, in practice, be more accurately and precisely stated by looking at the converse and by saying that a special resolution of this kind would be liable to be impeached if the effect of it were to discriminate between the majority shareholders and the minority shareholders so as to give to the former an advantage of which the latter were deprived [...]. It is, therefore, not necessary to require that persons voting for a special resolution should, so to speak, dissociate themselves altogether from the prospect of personal benefit and consider whether the proposal is for the benefit of the company as a going concern. If, as commonly happens, an outside person makes an offer to buy all the shares, *prima facie*, if the incorporators think it is a fair offer and vote in favour of the resolution, it is no ground for impeaching the resolution because they are considering the position of themselves as individual persons.

En este sentido, Assénagon señaló que el *exit consent* carecería de este efecto coercitivo si el canje hubiera permitido (o, incluso, forzado) la incorporación de los *holdouts*. En tal caso, los bonistas habrían sido libres de ponderar los beneficios del canje en el conocimiento de que, si una mayoría suficiente lo aceptaba, habrían tenido el mismo tratamiento a pesar de su posición diferente. Por el contrario, de esta manera, los bonistas no podían sostener que su intervención forzada por la amenaza de expropiación

de los títulos de los eventuales *holdouts* era en beneficio del conjunto. Dado que el emisor carece del poder para forzar la enmienda del contrato, es esta mayoría de bonistas la que constituye el elemento coercitivo del *exit consent* (EWHC, 2012: pt. 76).

Por su parte, el Irish Bank sostuvo que esta concepción era equivocada, puesto que no sólo la resolución de enmienda aplicaba a todos los bonistas sino también la oferta de canje, que era abierta y con clara exposición de los riesgos implicados por su no aceptación. De esta manera, cada bonista era libre para decidir en su mejor interés si aceptar la oferta de canje y la enmienda del contrato; y, en estos términos, consideradas en forma global, la oferta no podía calificarse como desventajosa para los bonistas (EWHC, 2012: pt. 71). Asimismo, señaló que el Irish Bank ofreció por los Bonos 2017 el valor de su cotización en los mercados, y que los *holdins* representaban más del 90% del total de la deuda instrumentada en los títulos de la clase en cuestión (*id.*).

Sin perjuicio de aceptar por válidos estos extremos, el juez apuntó que no había ni un solo bonista que hubiera aceptado la enmienda fuera del efecto coercitivo del *exit consent*, entendido como una forma de incentivo negativa. Es decir, el canje importaba la única posibilidad que tenían los bonistas ante una proposición de enmienda que implicaba la virtual destrucción del valor de bonos, en vez de implicar una alternativa real (EWHC, 2012: pt. 77).

Por lo tanto, la Alta Corte de Justicia resolvió que no es legal que la mayoría de los bonistas (*holdins*) facilite la coerción de una minoría (*holdouts*) a través del voto de una resolución que expropie sus derechos por una contraprestación simbólica. Sostuvo que el *exit consent* no es un método para la reestructuración de deuda a través del reemplazo de los bonos en circulación por otros, sino una amenaza coercitiva por la cual el emisor invita a la mayoría a alzarse contra la minoría (EWHC, 2012: pt. 84). Y el hecho de que no existan mayorías ni minorías al momento del cierre del plazo de aceptación del canje no sería un óbice para esta construcción, puesto que inevitablemente habrá una minoría cuando el *exit amendment* se consume, y su finalidad es aprovechar la imposibilidad de cada bonista de conocer entonces cómo los otros se comportarán si él decide votar en contra de la enmienda, con el riesgo de integrar la minoría expropiada (EWHC, 2012: pt. 85).

Si bien la Corte de Apelaciones tenía agendada una audiencia para conocer los argumentos de apelación de la resolución de la Alta Corte de Justicia, el Irish Bank entró

en liquidación (EWCA, 2013: pt. 36), desistió de su apelación y, en consecuencia, la sentencia comentada quedó firme (DRAKE, 2014: 1592).

En conclusión, la doctrina de *Assénagon* deja, al menos, tres estándares relevantes para el análisis de los *exit consents*. En primer lugar, los bonos son contratos y su análisis judicial comienza por sus términos expresos. De aquí que las partes deban atenerse a sus cláusulas —en especial cuando son sujetos sofisticados— y, en especial, que el diseño de la operación de enmienda tenga que atenerse a éstas (DRAKE, 2014: 1615). Segundo, en el contexto de un *exit consent*, la ruptura del deber de buena fe ocurre cuando el emisor realiza una oferta de canje que es negativamente coercitiva (p. 1618). Finalmente, la introducción de una doctrina judicial semejante a la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* en el Derecho de Inglaterra, por la cual se requeriría voto unánime para modificar un término de pago (pp. 1617-8). Esto deja dos interrogantes: (1) si todos los *exit consents* negativamente coercitivos, y (2) en el caso de que *Assénagon* efectivamente introduzca en el Derecho inglés una regla como la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act*, cuál es el alcance que tiene la prohibición de enmienda,<sup>63</sup> dado que las cláusulas de acción colectiva no sólo están admitidas por ese derecho, sino que, incluso, son obligatorias para los bonos soberanos de la eurozona (**Subsección II(B)iii.d**).

D) *Sergio Barreiros Azevedo and Cintia Vera Álvarez v. Imcopa Importação, Exportação e Indústria de Oléos Ltda., Imcopa International S.A. y Imcopa International Cayman, Ltd.* (2013)

Este caso es diferente de los anteriores, porque involucra a una oferta abierta de pago a los tenedores para que aprobaran una prórroga de vencimientos de pagos de interés de sus títulos (*consent payment*). De esta manera, si se trata de un *amendment consent*, la existencia de un incentivo para votar en una asamblea de tenedores interesa por su aplicabilidad *mutatis mutandi* a los *exit consent*.

---

<sup>63</sup> La cuestión del alcance refiere a si se trataba de una prohibición general —como resultaría de la interpretación amplia sostenida en *Mechala* (USDC SDNY, 1999) (**Subsección IV(B)**), *Meehancombs* (2015) y *Marblegate* (2015) (**Subsección IV(E)**)— o de una interpretación restrictiva —como la que sostenía la doctrina estadounidense con anterioridad y es reafirmada en la resolución del recurso de apelación en *Marblegate* por la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito (USCA 2C, 2017) (**Subsección IV(E)**)—.

En 2006, Imcopa International S.A. emitió USD 100 millones en notas (en adelante, las "Notas") garantizadas por Imcopa Importação, Exportação e Indústria de Óleos Ltda. y sujetas al Derecho y jurisdicción de Inglaterra (EWCA, 2013: pt. 2). En 2010, el grupo Imcopa ofertó un pago para que se aprobara una enmienda de los términos de las Notas a fin de prorrogar el vencimiento de los pagos de intereses, con la particularidad de que este pago solamente se hacía a los tenedores de deuda que votaban a favor de la moción (pt. 3). El pago ofertado era equivalente a la mitad del interés que se habría devengado en el caso de no aprobarse la moción (pt. 17); y la resolución fue aprobada por una amplia mayoría —el 88% de los miembros de la clase asistieron a la asamblea y la resolución fue aprobada por el 98% de los votos presentes— (pt. 3).

A pesar de haber votado a favor de tres mociones similares con anterioridad (EWCA, 2013: pt. 15), Azevedo no votó a favor de la moción, sostuvo que el pago era ilegal (pt. 3) y pretendía una indemnización por daños equivalente a lo que hubiera recibido de haber aceptado la oferta para votar a favor de la moción (pt. 25). Su pretensión se fundaba en que el pago, si bien no era secreto, constituía un soborno, cuando éste no está permitido en el Derecho societario inglés (pt. 3).

Asimismo, afirmó que cada tenedor estaba obligado a votar de conformidad con los intereses de su clase (el interés general) y, en consecuencia, la aceptación de la propuesta de pago tornaba al voto mayoritario ineficaz, por lo cual no podían vincular a los tenedores de Notas que no habían votado a favor (EWCA, 2013: pt. 23). Sin embargo, un problema que tenía esta posición era que los actores habían votado a favor en otras ocasiones y aceptado pagos similares, y entonces no podían repudiar el acuerdo de voluntades en esas ocasiones (*nemo potest contra proprium actum venire*) (*id.*). Otro factor importante era que no se invocaba en la existencia de opresión, injusticia o mala fe en ningún aspecto del procedimiento de aprobación de la resolución (pt. 24).

Por su parte, la Corte de Apelaciones de Inglaterra sostuvo que, a diferencia de los casos en que los acreedores son instituciones financieras —con capacidad de comunicación y coordinación—, los tenedores particulares no saben quiénes son sus pares y están impedidos de coordinarse o de decidir con información completa. Esto los coloca en una situación similar a la del dilema del prisionero (EWCA, 2013: pt. 32), y sólo pueden adivinar qué decisión probablemente tomen los otros. Así, si bien quienes adquieren notas o bonos pueden ser inversores sofisticados, su decisión de voto es individual al momento de decidir respecto de una propuesta como la realizada por el grupo Imcopa (pt. 34).

En estos términos, el tribunal advirtió que era razonable y práctico que existan cláusulas de modificación de las obligaciones, y que los requisitos de una resolución extraordinaria sean posibles pero difíciles de realizar. Así, el requisito de un quórum agravado motivaba que el deudor ofreciera un incentivo para participar en la asamblea de tenedores de deuda y, preferentemente, que votasen a favor de su moción. Un beneficio que estuviera a disposición de todos los tenedores indistintamente no implicaba un incentivo, puesto que podía no atraer la cantidad de votos suficientes para alcanzar el quórum necesario, sin el cual la moción podía fracasar independientemente de cuán mayoritario fuera el voto a favor de aquella (EWCA, 2013: pt. 35).

En cuanto al argumento de que el pago a los bonistas que votaron a favor de la resolución implicaba una distribución entre ellos y los accionistas de los beneficios implicados por la prórroga para la sociedad a costa de los tenedores minoritarios disidentes (EWCA, 2013: pt. 52), la corte señaló que cualquier bonista que hubiera querido el pago en cuestión podría haber adherido al voto mayoritario y, en consecuencia, no había discriminación.

En este sentido, aunque carecía de autoridad en el caso en cuestión (EWCA, 2013: pt. 64), la corte analizó la doctrina de una sentencia antigua invocada por las demandantes: *Goodfellow v Nelson Line (Liverpool) Ltd.* (1912), en el cual una asamblea de tenedores aprobó un canje de bonos garantizados por otros títulos sin garantía pero con mayor interés que liberaba a uno de los fiduciarios y contaba con la conformidad decisiva del otro, que era beneficiado por la resolución (pt. 54-5).<sup>64</sup> Entonces, si bien el juez reconoció que las facultades conferidas por un contrato de fideicomiso a una mayoría

---

<sup>64</sup> “The trust deed contained what was said to be the usual provision for the majority to bind a minority on matters which included the acceptance of alternative property or securities in place of the debentures. The Society, which had gone into voluntary liquidation, offered to retire from the trusteeship and to give up its right to payments, in consideration of being released from its guarantee. The company proposed to the debenture-holders that they should accept non-guaranteed debentures with 5% interest in place of the previous debentures, but that payments by the company to the Trust should not be affected, other than by the Trust giving credit for the additional ½% interest on the debentures which it had previously guaranteed. That provision was necessary to secure the agreement of the Trust to support the resolution, and the Trust’s support was essential to the resolution being passed. The terms as between the company and the Trust were fully disclosed in the documents giving notice of the resolution” (EWCA, 2013: pt. 54).

deben ser ejercidas de buena fe y los tribunales deben intervenir y prevenir la injusticia, cada tenedor tiene derecho a votar de conformidad con sus intereses individuales, aunque éstos sean peculiares para sí y no compartidos con otros. Asimismo, sostuvo que un acuerdo secreto para recibir un tratamiento especial debía ser tenido por corrupto, pero no cuando la operación abiertamente confiere tratamiento diferenciado a personas con intereses especiales; y que no había razones de equidad que lleven a impedir el voto de éstos (pt. 56). De esta manera, la corte sostuvo que (pt. 54):

[t]he powers conferred by the trust deed on a majority of the debenture-holders must, of course, be exercised bona fide, and the Court can no doubt interfere to prevent unfairness or oppression, but, subject to this, each debenture-holder may vote with regard to his individual interests, though these interests may be peculiar to himself and not shared by other debenture-holders.

[...]

A secret bargain by one debenture-holder for special treatment might be considered as corrupt and in the nature of bribery, but [...] there can be no question of bribery where a scheme openly provides for the separate treatment of persons with special interests. The only question is whether these persons are incapacitated from voting on the scheme, and I can see no grounds in equity for so holding.

Sin embargo, los demandados no habían invocado el principio de que un miembro de una clase debe votar de conformidad con los intereses generales de dicha clase (EWCA, 2013: pt. 60); sino que (a) el tratamiento especial se justifica con las personas con intereses especiales mientras sea abierto al conocimiento de todos los interesados, y (b) en este caso, ninguno de los bonistas tenía un interés distinto de los otros (pt. 61).

Esta posición fue desestimada por la corte en términos generales, por la afirmación de que no hay nada malo o ilegal en hacer una oferta abierta a todos los bonistas de una clase que favorezca solamente a los que votan a favor de la resolución, de manera tal que ninguno sea excluido salvo por su decisión (EWCA, 2013: pt. 63). Al respecto se apuntó que una sociedad sólo puede reestructurar sus obligaciones si puede lograr el consentimiento de todos los acreedores necesarios; y si estos consentimientos son



logrados, el resultado es la modificación de las relaciones y no su ruptura (pt. 69). De esta manera, no importa si los consentimientos se logran individualmente o por un procedimiento colectivo; y no hay objeción general posible a que el deudor incentive abiertamente para fortalecer el acuerdo (*id.*).

Por lo tanto, el tribunal rechazó la acción de los bonistas minoritarios y conformó la posición de que (pt. 71):

it is not inconsistent with English company law [...] for the Issuer to offer a consent payment to Noteholders who vote in favour of a resolution proposed for their consideration as a class, where the payment is available to all members of the class, and provided that the basis of the payment is made clear in the documents relating to the resolution, the meeting and the vote.

De esta manera, *Azevedo v. Imcopa* deja tres estándares interesantes: (a) la oferta abierta para que los tenedores consientan la modificación de los términos de las obligaciones no es discriminatoria ni un soborno; (b) incluso, dadas las dificultades para aprobar una modificación de los contratos, la oferta de un incentivo por el deudor es necesaria y legal; y (c) los tenedores de títulos pueden votar de conformidad con sus intereses particulares mientras lo hagan de buena fe.<sup>65</sup> Interpretada esta doctrina judicial con la de *Assénagon* (EWHC, 2012), podría entenderse que: (1) la jurisprudencia inglesa admite los incentivos positivos (*consent payments*) pero no los negativos (*exit consents*) para las reestructuraciones de deuda; o (2) la legalidad de los *exit consents*, en realidad, radica en la razonabilidad de la oferta y las implicancias de la enmienda (en especial, si no afecta los términos de pago).<sup>66</sup> Si bien la jurisprudencia es escasa y reciente, aquí se interpreta que la doctrina judicial resultante es la primera.

---

<sup>65</sup> Adviértase al respecto que parecería que en *Assénagon* (EWHC, 2012) se sostiene una posición contraria, es decir, que los tenedores deben votar de conformidad con el interés general.

<sup>66</sup> Por analogía a la interpretación restrictiva de la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act*, que habría inspirado a la Alta Corte de Inglaterra en *Assénagon* (EWHC, 2012).

E) El regreso de la doctrina de Mechala a las Cortes del Distrito Sur de Nueva York en *Meehancombs* y *Marblegate* (2015) y su rechazo por la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito (2017)

Ahora bien, a pesar de que la *Trust Indenture Act* de 1939 parecería haber sido motivo de escasa litigiosidad durante décadas (USDC SDNY, 2015: 15), dos sentencias de las Cortes del Distrito Sur de Nueva York la volvieron a colocar en el centro de la escena del derecho financiero estadounidense. En línea con la doctrina de *Mechala* (1999), las cortes resolvieron que cualquier aplicación de una cláusula de acción colectiva que implique una reestructuración de deuda sin consentimiento unánime es violatoria de la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939. Sin embargo, la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito (USCA 2C, 2017) revocó por mayoría la sentencia de *Marblegate* (USDC SDNY, 2015a) con la afirmación de una interpretación restringida de la Sección 316(b), estándar que sería igualmente aplicable a *Meehancombs* (2015). Dada la similitud de la cuestión de derecho de estos casos, expondremos los hechos por separado y el análisis jurídico en forma conjunta.

En *Meehancombs* (USDC SDNY, 2015),<sup>67</sup> Caesars Entertainment Corp. ("CEC") acordó con la mayoría de sus acreedores su consentimiento sobre una reestructuración de deuda a cambio de una serie de pagos. La operación preveía (a) la transferencia los activos de una sociedad subsidiaria endeudada —Caesars Entertainment Operating Co., Inc. ("CEOC")— a sociedades afiliadas; y (b) la liberación de una garantía prestada CEC en relación con las notas emitidas CEOC. De esta manera, los *holdouts* quedaron con títulos

---

<sup>67</sup> Caesars Entertainment Corp. ("CEC") es propietaria y administradora de varios casinos en los Estados Unidos, mientras que Caesars Entertainment Operating Co., Inc. ("CEOC") es una sociedad operativa subsidiaria de CEC (USDC SDNY, 2015: 4). Entre 2005 y 2006, CEOC emitió distintas notas incondicionalmente garantizadas por CEC y con fecha de maduración en 2016 y 2017 (*id.*). En 2008, CEC es adquirida por Apollo Global Management, Inc. y TPG Capital, LP., a partir de lo cual se realiza una serie de operaciones para transferir los activos de CEOC a afiliadas y dejar en ella sólo las deudas (p. 5). La intención de CEC habría sido conducir a CEOC a *bankruptcy* y proteger a los accionistas de sus acreedores (p. 6). Entonces, CEC impulsó una reestructuración de la deuda por la cual: (a) CEC compró los títulos y pagó sus obligaciones por las notas de los *holdins*, quienes cobraron una prima del 100% sobre el valor de mercado de sus títulos; y (b) los *holdins* consintieron remover la garantía de CEC de las obligaciones y demás cláusulas que restringían la disposición de todos los activos sustanciales de CEOC (p. 6).

que instrumentaban un irrisorio derecho de cobro de capital e intereses contra una sociedad sin activos.

Similarmente, en *Marblegate* (2015a)<sup>68</sup> un acuerdo de reestructuración de deuda implicaba (a) la liberación de una garantía dada por la sociedad controlante en relación con títulos emitidos por una subsidiaria, y (b) la transferencia de los activos de la subsidiaria deudora a una nueva sociedad. De esta manera, los *holdouts* quedaban sus notas y un deudor insolvente.

En ambos casos, los *holdouts* sostuvieron que los acuerdos de reestructuración de deuda afectaban sus derechos de cobro y, en consecuencia, violaban la sección 316(b) de

---

68 Education Management Corp. (“EDMC”) es una sociedad comercial dedicada a la educación, que no podía recurrir al sistema concursal porque eso le implicaba la pérdida de aproximadamente el 80% de sus ingresos, provenientes de fondos federales (USDC SDNY, 1999: 2-3). En consecuencia, EDMC acordó con la mayoría de sus acreedores la reestructuración de su deuda garantizada (*secured debt*) y en notas emitidas por una subsidiaria pero garantizadas por EDMC (*parent guarantee*) (p. 3). Este acuerdo implicaba un recupero del 55% a los tenedores de deuda garantizada y un 33% a los de las notas a través de una compra indirecta entre sociedades (*Intercompany Sale*) (p. 4): (a) los tenedores de deuda garantizada aprobarían la liberación de la garantía de EDMC en relación con las notas; (b) los tenedores de deuda garantizada adquirirían sustancialmente todos los bienes de EDMC; (c) una subsidiaria de EDMC (New EM Holdings) les recompraría estos bienes a los tenedores de deuda garantizada; y (d) esta subsidiaria (New EM Holdings) emitiría nueva deuda y participaciones a los acreedores que hubieren consentido la reestructuración de la deuda.

En ocasión de la oferta, EDMC expresamente advirtió a los acreedores que el resultado de la *Intercompany Sale* sería que “substantially all our assets will have been transferred to New EM Holdings and will not be available to satisfy the claims of [dissenting Noteholders]. As a result, we anticipate that such Holders will not receive payment on account of their Notes” (USDC SDNY, 1999: 5). Por lo tanto, si bien la enmienda de los términos de la deuda (y, en consecuencia, la realización de la *Intercompany Sale*) no implicaba una alteración del derecho de cobro de los *holdouts* por sus notas, aquélla estaba diseñada para que no cobrasen si no consentían la reestructuración de la deuda (*id.*). Marblegate, único *holdout* (USCA 2C, 2017: 9), rechazó la oferta de reestructuración y pretendió una *preliminary injunction*, que fue rechazada por la Corte del Distrito Sur de Nueva York en razón de que existían remedios de ley para el caso. En atención a ello, EDMC prosiguió con la *Intercompany Sale*, pero con el mantenimiento de la garantía de las notas para proteger los derechos de Marblegate en el caso de que obtuviera una resolución a su favor (USDC SDNY, 1999: 6).

la *Trust Indenture Act* de 1939.<sup>69</sup> Por el contrario, las defensas sostuvieron la interpretación restrictiva del derecho de cobro previsto en esa sección. Así, por ejemplo, CEC argumentó que el deudor no había incurrido en *default*, y la ley no garantiza que el emisor pueda cumplir sus obligaciones, sino que sólo protege el derecho formal del tenedor de cobrar en plazo (USDC SDNY, 2015: 14).

De esta manera, la cuestión quedó planteada de la siguiente manera (USDC SDNY 2015a: 7):

does a debt restructuring violate Section 316(b) of the Trust Indenture Act when it does not modify any indenture term explicitly governing the right to receive interest or principal on a certain date, yet leaves bondholders no choice but to accept a modification of the terms of their bonds? Examining the text, history, and purpose of the Trust Indenture Act, the Court concludes that the answer is yes.

Para fundar su posición, la corte de *Marblegate* (2015a) partió de una lectura literal de la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939,<sup>70</sup> a fin de inquirir: (a) qué significa el "derecho a cobrar" (*right to receive payment*); y (b) cuándo ocurre el menoscabo o afectación (*impaired or affected*) de este derecho (p. 8). En este sentido, advirtió que:

---

<sup>69</sup> Es importante señalar que, de verificarse la violación de la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939 por una transferencia de activos del deudor, el adquirente de los bienes resultaría solidariamente responsable por el cumplimiento de los derechos menoscabados de los tenedores de deuda perjudicados (BAGBY, MAMAN y GWEN, 2015: 5): "[i]t is worth noting that if an obligor is found liable for violating the TIA, a transferee receiving the obligor's assets potentially may be liable for the debts, even if no corporate guaranty ever existed or an existing one was consensually removed by creditors".

<sup>70</sup> Si bien esta sección fue citada anteriormente (**Subsección III(B)**), se reitera la parte pertinente para facilitar la comprensión de la argumentación: "the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder" (sec. 316(b), *TIA*; sec. 77ppp, subcap. III, cap. 2A, tít. 15, *US Code*).

- (1) dos tribunales (BANKR. D. DEL., 2004; USDC DK, 2010)<sup>71</sup> habían entendido que esa sección sólo protegía al derecho formal de cobro —y no al sustantivo— y que, por lo tanto, sólo aquélla implicaba un menoscabo o afectación del derecho de pago (*id.*); y
- (2) otras dos cortes —ambas del Distrito Sur de Nueva York (1999; 2015)— habían interpretado que el bien protegido por esa sección era amplio y que una reestructuración de deuda que privara a los *holdouts* de patrimonio del deudor respecto del cual pudieran cobrar implicaba una violación de la ley (2015a: 9).

A partir de esta divergencia en cuanto a la interpretación literal de la sección 316(a) de la *Trust Indenture Act* de 1939, la Corte del Distrito Sur de Nueva York realizó una interpretación histórica. Así, entendió que los cambios en el texto a lo largo de la

---

<sup>71</sup> BANKR. D. DEL (2004): “[p]laintiffs also argue that Debtor’s alleged insolvency wrongfully impaired their rights under the Indenture to receive payment of principal and interest and therefore the transaction had to be approved by the holders of the securities. This argument is similarly misplaced. While the Indenture and the Trust Indenture Act of 1939 do in fact provide that “the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such security ... shall not be impaired,” this applies to the holder’s *legal* rights and not the holder’s *practical* rights to the principal and interest itself. Plaintiffs’ legal rights were not impaired. Again, there is no guarantee against default”. USDC DK (2010): “TIA § 316(b) refers only generally to impairment of the right to receive payment of the principal after “due dates” in the security [...]. Section 316(b) pertains to events of payment default where a company has failed to pay out on an indenture security after its maturity date or after an explicit date on which it has come due—in other words, when the right to payment becomes absolute and unconditional. *See UPIC*, 793 F. Supp. At 455 (discussing legislative history of § 316(b)). [...] Second, the Court finds more persuasive [en comparación con *Mechala* (USDC SDNY, 1999)] the reasoning of the court in *Magten Asset Management Corp. v. Northwestern Corp. (In re Northwestern Corp.)*, 313 B.R. 595 (Bankr. D. Del. 2004). In *Magten*, the court rejected the argument that the issuing company’s insolvency impaired the holders’ rights to receive payment in violation of TIA § 316(b), as follows: “[The statute] applies to the holder’s *legal* rights and not the holder’s *practical* rights to the principal and interest itself. Plaintiffs’ legal rights were not impaired. Again, there is no guarantee against default[”]. *See id.* at 600 (emphases in original). Moreover, the Tenth Circuit has quoted this same language from *Magten* relating to TIA § 316(b) with approval. *See Brady v. UBS Fin. Servs., Inc.*, 538 F.3d 1319, 1326 n.9 (10th Cir. 2008).

Por otra parte, podría recordarse otro caso de la Corte de Apelaciones de Nueva York (USCA 2C, 2010: 22) en el mismo sentido: “[n]othing in Section 316(b), or the TIA in general, requires that bondholders be afforded “absolute and unconditional” rights to payment”.

historia legislativa demostraban que: (a) la protección de la ley fue ampliada desde un derecho formal hacia uno sustantivo; y (b) la finalidad de la ley siempre fue evitar reestructuraciones de deuda sin el consenso de las minorías (USDC SDNY, 2015a: 24) y fuera de la supervisión judicial implicada por el procedimiento de *bankruptcy* (p. 26).

Por su parte, la corte de *Meehancombs* (USDC SDNY, 2015) coincidió en que la interpretación restringida no se correspondía con la historia legislativa y finalidad de la *Trust Indenture Act* de 1939, y afirmó que el menoscabo del derecho de pago era posible antes del vencimiento del plazo de pago (p. 15). Así, la remoción por enmienda de las garantías implicaba dejar a los tenedores con un derecho vacío a pedir un pago en *default* de un emisor insolvente y tenía protección de conformidad con la sección 316(b).

A principios de 2017, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito resolvió el recurso de apelación interpuesto en *Marblegate*. El voto mayoritario, tras afirmar que el texto y la estructura de la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939 son ambiguos, abordó nuevamente la historia legislativa de la norma. De esta manera, la mayoría del tribunal entendió que el Congreso no tenía por intención la interpretación amplia que *Marblegate* requería y la corte del distrito tomaba (USCA 2C, 2017: 20). Por lo tanto, resolvió que "[a]bsent changes to the Indenture's core payment terms,<sup>72</sup> however, *Marblegate* cannot invoke Section 316(b) to retain an 'absolute and unconditional' right to payment of its notes. First Millennium, 607 F.3d at 917" (p. 41), y revocó la sentencia de la Corte del Distrito Sur de Nueva York.

### G) Conclusión

La jurisprudencia de los Estados Unidos —de momento, no firme— acepta la legalidad de las cláusulas de acción colectiva —y, en consecuencia, de los *consent payment* y *exit consents*— a partir de una interpretación amplia de la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act*. Si bien esta norma no aplica a los bonos soberanos, con más razón debería

---

<sup>72</sup> Sobre este punto, es importante señalar que la sentencia entiende por cláusulas de acción colectivas a aquéllas que especialmente implican una modificación de los términos centrales del contrato (USCA 2C, 2017: 16). Esta aclaración es importante, puesto que la doctrina judicial sentada es que tales cláusulas serían violatorias de la Sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939 y, en consecuencia, estarían prohibidas. Sin embargo, este alcance restringido de las cláusulas de acción colectiva no es el utilizado en este artículo.

aplicarse este estándar ante la ausencia de una norma limitativa especial para el caso.

Igualmente, las cláusulas de acción colectiva son válidas para el Derecho de Inglaterra como consecuencia del derecho derivado de la Unión Europea, las cuales, incluso, son obligatorias para los bonos soberanos de los Estados de la eurozona (**Subsección II(B)iii.d**). Aunque la jurisprudencia inglesa no es clara sobre si los *exit consents* son ilegales por los incentivos coercitivos que suelen implicar o, por el contrario, si su rechazo corresponde a la irrazonabilidad particular de la oferta considerada, se entiende probable su readecuación al estándar de la normativa comunitaria y de la justicia de los Estados Unidos.

## V. Los *exit consents* aplicados en canjes de deuda soberana

Ante la ausencia de casos judiciales sobre deudores soberanos que hubieran realizado *exit consents*, en las secciones anteriores abordamos distintos antecedentes señeros en la materia. Al respecto, se apuntó en un principio que frecuentemente las reglas aplicables a las obligaciones del Estado según el Derecho Público del *common law* —y, en especial, el de Nueva York— son las del Derecho Común; y que, ante la ausencia de normas específicas para los bonos soberanos, las cortes probablemente usen la analogía para adaptar los estándares de títulos privados a aquellos casos. Si bien los *exit consents* empleados por Ecuador y Uruguay no fueron objeto de litigio, nuevos casos probablemente serían objeto de embates judiciales por parte de los *holdouts* (GULATI y CHOI, 2004: 945), en especial a la luz de los cambios de doctrina judicial aquí referidos.<sup>73</sup>

Al igual que a la Argentina antes de la “Crisis del 2001”, los organismos multilaterales de crédito —muy especialmente, el Fondo Monetario Internacional— no les prestaron a Ucrania y Ecuador un financiamiento de gran escala que les permitiera continuar con los pagos correspondientes a sus obligaciones instrumentadas en bonos durante sus respectivas crisis económicas (FMI, 2001: 1). Como consecuencia de ello, estos Estados reestructuraron sus deudas, supuestamente, favorecidas por el reconocimiento de los mercados capital de que la colaboración del sector privado es necesaria cuando la brecha financiera es grande y el deudor tiene pobres proyecciones de reaccionar al mercado en el corto plazo, o si aquél tiene una carga de deuda insustentable

---

<sup>73</sup> Ver también COTO y MONCAUT (2015).

(pp. 1-2).

En esta sección abordamos las reestructuraciones de deuda realizadas por Ucrania (1999-2000), Ecuador (2000) y Uruguay (2003), sin perjuicio de reconocer la existencia de otros casos —como el de República Dominicana en 2005— que prácticamente han sido desatendidos por la academia internacional dedicada a la materia.

#### A) La reestructuración de deuda de Ucrania de 1999

Bajo presión por la crisis de Rusia de 1998 ("Efecto Vodka") (STURZENEGGER y ZETTELMEYER, 2005: 18), las rígidas condiciones impuestas por un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional (ILLING, 2000) y las exigencias del Club de París, Ucrania impulsó la reestructuración de su deuda externa. Según los términos de su oferta, los bonistas podían canjear sus títulos por nuevos vencedores a siete años, y optar entre bonos denominados en Euros o Dólares Estadounidenses, con cupones del 10% (denominados en EUR) o el 11% (en USD). Los títulos originales eran, básicamente, de dos clases: (1) bonos con cláusulas de acción colectiva que permitían modificar los términos de pago, sometidos al Derecho de Luxemburgo —similares a los títulos regidos por el Derecho de Inglaterra—; y (2) bonos sometidos al Derecho de Alemania, sin esas cláusulas de acción colectiva —similares a los regidos por el Derecho de los Estados Unidos— (FMI, 2001: 6).

Para resolver las preocupaciones sobre trato inequitativo entre los acreedores, la oferta prevía que los *holdins* recibirían un pago equivalente al interés adeudado. Similarmente, para asegurar su liquidez —y ahuyentar a los *holdouts* (STURZENEGGER y ZETTELMEYER, 2007: 127)—, Ucrania decidió incumplir sus obligaciones relativas a bonos programadas para principios del 2000 (FMI, 2001: 6). Como los períodos de gracia expiraron antes de que caducara la oferta de canje, Ucrania estuvo temporalmente en *default* mientras se negociaba la reestructuración, con lo cual existía un riesgo de litigio (*id.*).

Dado que los bonos sometidos al Derecho de Luxemburgo estaban mayoritariamente bajo la tenencia de bancos y fondos de inversión, Ucrania no tuvo dificultad en coordinar con ellos. Incluso, la propuesta de uno de los tenedores de litigar para bloquear las negociaciones de reestructuración no atrajo a los otros actores, quienes consideraban desde una perspectiva comercial que la oferta era más atractiva que las



incertezas y los costos de judicializar. Por el contrario, la serie de bonos sin cláusulas de acción colectivas —es decir, las regidas por el Derecho de Alemania— tenía una tenencia atomizada en los principales centros financieros de Europa; y, en consecuencia, no era práctico dialogar con estos inversores. Ante ello, Ucrania contrató a cuatro bancos de inversión para que identificaran a los tenedores y los convencieran de aceptar la oferta de canje, la cual logró una aceptación del 85% (ILLING, 2000).

Obviamente, a los efectos de este artículo interesa la primera de las ofertas de canje, es decir, la realizada a los tenedores de los bonos con cláusulas de acción colectiva para la enmienda de los títulos originales y su posterior canje (*exit consent*). Ésta contemplaba que su aceptación implicaba su consentimiento para modificar los títulos de deuda anteriores a través del otorgamiento de un poder irrevocable para votar en la asamblea de bonistas. De esta manera, Ucrania unificaba su representación y podía asegurarse, de lograr el quórum y mayoría necesario a tal efecto, de la enmienda de los términos de los títulos en circulación. Por esta razón, la convocatoria de la asamblea de bonistas estuvo condicionada a la obtención del porcentaje de aceptación necesario para la enmienda de los bonos en *default* (GARCÍA HAMILTON, OLIVARES CAMINAL y ZENARRUZA, 2005: 272-3) —la oferta estaba condicionada a una aceptación mínima de los tenedores representativos del 85% de la deuda emitida—; y, a su vez, a la celebración de aquella estuvo condicionado el perfeccionamiento del canje. Ambos hechos se cumplieron (FMI, 2001: 6) y Ucrania reestructuró su deuda con una aceptación prácticamente total (STURZENEGGER y ZETTELMEYER, 2007: 23).

## B) La reestructuración de deuda de Ecuador del 2000

En septiembre de 1999, Ecuador incumple sus obligaciones relativas a bonos que había emitido en el marco del Plan Brady *default* desde 1999. Su posición inicial era no incurrir en un incumplimiento general, sino exceptuar a sus Eurobonos, para asegurar un camino de reingreso a los mercados de capital; sin embargo, esta posibilidad no era aceptada por los bonistas (FMI, 2001: 7). Como consecuencia de ello, este fue el primer *default* de bonos del Plan Brady y Eurobonos altamente comercializados en los mercados secundarios de Londres y Nueva York (p. 8).

Once meses después de su incursión en un *default* total, en julio del 2000, Ecuador anunció su oferta de canje de los bonos en *default* por una única serie denominada en Dólares Estadounidenses a 30 años, con un interés inicial del 4% que se incrementaba

anualmente hasta alcanzar el 10% en 2006 (FMI, 2001: 7). A su vez, este bono contenía una opción de conversión a un bono denominado en Dólares Estadounidenses vencedores a 12 años con un cupón del 12% pero con una quita de capital mayor. Asimismo, la oferta preveía un pago en efectivo del interés devengado e impago; y el compromiso de Ecuador de retirar anualmente una porción de los bonos de los *holdouts* a través de su adquisición del mercado secundario, por canje con participaciones en privatizaciones o por otros medios. Finalmente, la oferta incluía una cláusula según la cual Ecuador debía emitir bonos equivalentes al total de la reducción de la deuda lograda a través del canje si incurría en incumplimiento en relación con el interés dentro de los diez años de la reestructuración. Esta cláusula restauraba la situación de las partes al estado original, en el caso de que fuera necesaria una nueva reestructuración y desincentivaba a Ecuador a causar un nuevo *default*.

La oferta de reestructuración de Ecuador del 2000 logró un 97% de aceptación e implicó una reducción sustancial de su deuda total (BUCHHEIT y GULATI, 2000: 83-4; JILL y GENTILE, 2004: 1092). Para ello, se incluyó en el prospecto de canje por los Bonos Brady y Eurobonos —regidos, en general, por el Derecho de Nueva York y de Inglaterra, respectivamente (GARCÍA HAMILTON, OLIVARES CAMINAL y ZENARRUZA, 2005: 272)— una cláusula por la cual (BUCHHEIT y GULATI, 2000: 84):

tendering bondholders automatically agreed to amend the old bonds to remove the crossed-default and negative pledge clauses, to allow Ecuador to reacquire and to hold certain of its Brady Bonds (thereby making it impossible for remaining bondholders to accelerate those instruments after the exchange), and to delist the old bonds.

Las cláusulas de los títulos originales a ser enmendadas según el plan de reestructuración de deuda eran las que implicaban (a) el *crossed-default*; (b) el impedimento de recompra de bonos por Ecuador mientras estuviera en *default*; (c) la prohibición de impulsar una nueva reestructuración de los bonos; (d) la obligación de mantener a los bonos entre los comercializados en el mercado de valores de Luxemburgo; (e) la prohibición de constituir nuevas garantías; y (f) el requisito de que todas las obligaciones en *default* debían cumplirse para rescindir la aceleración de los bonos (FMI, 2001: 8).

Sin embargo, estas modificaciones tenían un obstáculo relevante: los bonos emitidos en el marco del Plan Brady estaban regidos por el Derecho de los Estados Unidos y, en consecuencia, no contenían cláusulas de acción colectiva que permitieran la enmienda de los términos de pago. Como consecuencia de ello, los otros términos podían ser modificados por una simple mayoría porque (FMI, 2001: 35):

the bonds did include provisions that allow bondholders holding a simple majority of principal, either during a bondholders' meeting or by written notice, to bind a minority with respect to amendments of bond clauses other than those regarding payment—such as waiver of sovereign immunity, submission of jurisdiction, financial covenants, and listing.

El perfeccionamiento posterior del canje implicó que los *holdouts* se convirtieran en la mayoría de los tenedores de los títulos originales. Sin embargo, esto no les bastaba para revertir las enmiendas, puesto que asimismo requerían el consentimiento (imposible) de Ecuador —en su carácter de emisor— a tal efecto (FMI, 2001: 8). De esta manera, Ecuador fue el primer deudor soberano en emplear *exit consents* (p. 11) en bonos regidos por el Derecho de Nueva York (BUCHHEIT y GULATI, 2000).

### C) La reestructuración de deuda de Uruguay del 2000

Nuestra crisis del 2001 impactó fuertemente en Uruguay, a punto tal de que su sistema bancario tuvo dificultades, sus reservas comenzaron a reducirse y su moneda se devaluó en un 50% en el 2002 (STURZENEGGER y ZETTELMEYER, 2005: 49). En 2003, Uruguay emitió una oferta de canje para extender la maduración de su deuda y mejorar la liquidez de sus títulos, antes de incursionar en *default* (JILL y GENTILE, 2004: 1070).

La oferta de Uruguay fue más beneficiosa para los inversores en comparación con las realizadas por Ucrania y Ecuador, puesto que las quitas fueron sustancialmente inferiores al oscilar entre el 5% y el 20% (STURZENEGGER y ZETTELMEYER, 2005: 54). Más allá de los términos de pago de los bonos ofrecidos en canje, en lo que interesa a este artículo, la oferta de canje requería a cada *holdin* su consentimiento para enmendar los términos de los títulos originales relativas a: (a) las renunciaciones de inmunidad soberana que permitían

reclamos o embargos judiciales que podían entorpecieran el cumplimiento de los nuevos bonos;<sup>74</sup> (b) el *cross-default* o el *cross-acceleration*;<sup>75</sup> y (c) el registro de los títulos originales en el mercado de cambio de Luxemburgo<sup>76</sup> (URUGUAY, 2003: S-4).

En estos términos, el uso de los *exit consents* en el caso de Ecuador fue percibido como una estrategia "tomalo o déjalo", mientras que en el de Uruguay los participantes podían optar razonablemente en su rechazo (FMI, 2003: 24). A pesar de que sus términos eran poco coercitivos, la reestructuración uruguaya logró atraer alrededor del 90% de los bonistas y, en consecuencia, se perfeccionó exitosamente la reestructuración.

## VI. Conclusión

Los Estados que deben atender vencimientos de deuda externa y carecen de la liquidez necesaria para cumplir (o de la posibilidad de endeudarse para conseguirla) tienen opciones limitadas: (a) incurrir en *default*; (b) recomprar los títulos en el mercado secundario; o (c) reestructurar su deuda a través de una modificación de sus términos o de un canje de los títulos en los cuales aquélla está instrumentada. Dado que el primer supuesto, generalmente, no es una solución definitiva y la recompra es improbable, el

---

<sup>74</sup> "If the exit amendment affecting Uruguay's waiver of sovereign immunity described below [...] becomes effective with respect to any Eligible Bond upon completion of the exchange, the holders of any residual principal amount of that Eligible Bond not tendered in the exchange would not be able to attach any amounts paid by Uruguay in the United States and possibly other jurisdictions under public foreign debt of Uruguay issued on or after the closing date of the exchange to satisfy a court judgment obtained in respect of such a remaining bond" (URUGUAY, 2003: S-13).

<sup>75</sup> "If the exit amendment deleting the cross-default provisions described below [...] becomes effective with respect to any Eligible Bond upon completion of the exchange, the holders of any residual principal amount of such Eligible Bonds not tendered in the exchange will no longer be able to declare the principal amount of such Eligible Bond due and payable immediately in the event that Uruguay defaults on other public foreign debt having an aggregate principal amount specified in that Eligible Bond" (URUGUAY, 2003: S-13).

<sup>76</sup> "If the exit amendment deleting the covenant to maintain the listing on the Luxembourg Stock Exchange described below [...] becomes effective with respect to any Eligible Bond upon completion of the exchange, residual Eligible Bonds not tendered in the exchange may be de-listed from the Luxembourg Stock Exchange, which could have an adverse effect on the market for and value of such bonds. In addition, we intend to issue a decree delisting Eligible Bonds listed on the Montevideo Stock Exchange, thereby further reducing the liquidity" (URUGUAY, 2003: S-13).

dilema del Estado en mora o próximo a estarlo se centra en cómo reestructurar su deuda (**Subsección II(B)**).

Cualquier oferta aceptable de reestructuración de deuda instrumentada en títulos divide al universo de acreedores entre quienes están dispuestos a aceptarla (*holdins*) y quienes no (*holdouts*). Esta división resulta de la existencia de incentivos relevantes para oponerse o abstenerse de participar de las negociaciones de reestructuración de deuda, puesto que éstas suelen permitir a los deudores mejorar sus condiciones económico-financieras y, en consecuencia, mejorar significativamente el perfil de la deuda no renegociada. Así, los *holdouts* pueden intentar cobrar la totalidad de sus créditos o forzar un tratamiento más beneficioso que el que logran los *holdins* con las concesiones que necesariamente implica (al menos en el corto plazo) la aceptación de la oferta que haga el Estado deudor. Este es el problema *holdout* (**Subsección II(B)iii.c**).

El deudor soberano y los acreedores que alcanzan términos mutuamente aceptables de redefinición de sus relaciones jurídicas tienen un interés en evitar que los *holdouts* puedan obstar al acuerdo de reestructuración o lograr beneficios mayores que los de los *holdins*. A este problema atienden los *exit consents* a través de la generación de incentivos negativos —v.gr., la expectativa de un riesgo de que la especulación no-cooperativa fuera de la negociación puede ser más costosa que la concesión colaborativa dentro de aquélla— con el propósito de que los acreedores acepten una oferta que, de otra manera, no aceptarían. Sin embargo, estos incentivos negativos no son por sí suficientes, puesto que el deudor debe asegurarse de generar los incentivos positivos —es decir, un costo-beneficio aceptable de colaboración de los tenedores— a fin de lograr el quórum y la mayoría necesarios para la enmienda de los términos de los bonos en la asamblea de bonistas (**Subsección III(A)**) y evitar la posibilidad de que los tribunales no consideren la operación como abusiva y, en consecuencia, negativamente coercitiva (**Subsección IV(C)**).

En estos términos, se distingue tradicionalmente entre los títulos sometidos al Derecho de Inglaterra —donde las cláusulas de acción colectiva necesarias para la modificación de los términos son típicas— y el de Nueva York —en el cual las cláusulas de acción unánime son típicas—. Las diferencias que históricamente existieron entre ambos regímenes para los bonos privados —cuyas reglas, a falta de otras especiales, aplicarían por analogía a los bonos soberanos— se originan en la existencia de una regla expresa como la sección 316(b) de la *Trust Indenture Act* de 1939 (**Subsección III(B)**) en el Derecho de Nueva York y su construcción jurisprudencial en el Derecho de Inglaterra

**(Subsección IV(C)).**

La consolidación de una doctrina judicial contraria a las cláusulas de acción colectiva —y, por ende, a los *exit consents*— reforzaría la intangibilidad de los términos de los bonos y la posición de los acreedores no-colaborativos a costa de quienes lo son y, obviamente, los deudores. Sin embargo, es importante la distinción que todavía permanece entre ambos Derechos, puesto que la fuente de la prohibición —normativa en el Derecho de Nueva York, jurisprudencial en el Derecho de Inglaterra— tiene implicancias en relación con sus alcances y, en lo que aquí interesa, su aplicabilidad a los bonos soberanos.

Ahora bien, igual que Ucrania (1999-2000), Ecuador (2000) y Uruguay (2003), era jurídicamente posible para el Estado Nacional intentar un *exit consent* por la aplicación de la cláusula 16 del *Fiscal Agency Agreement* de 1994,<sup>77</sup> que permitía la modificación de los términos de los bonos a excepción de las cláusulas de pago con el voto favorable de los bonistas representativos de al menos el 66,6% del valor nominal total de la deuda (ARGENTINA, 1994: 22-4). Sin embargo, cabe relativizar la posibilidad real que existió de aplicar el instituto, en atención las particularidades del caso: el *default* del Estado Nacional no sólo fue uno de los más grande de la historia (GARCÍA HAMILTON, OLIVARES CAMINAL y ZENARRUZA, 2005: 256), sino que mucho más grande y complejo<sup>78</sup> que las deudas reestructuradas por cualquiera de los otros países (SCHWARCZ, 2012: 106).

Sea como fuere, los *exit consents* representan una alternativa viable contra un problema que ha azotado a nuestro Estado Nacional durante décadas, no sólo en forma de litigios sino también de serios condicionamientos a las políticas públicas. El éxito de los

---

<sup>77</sup> El *Fiscal Agency Agreement* entre el Estado Nacional y el Bankers Trust Company del 19 de octubre de 1994 es el contrato en el que se definieron los términos generales de los bonos que luego fueron emitidos en las series de bonos globales de la década de 1990, de conformidad con el Plan Brady, y que luego fueron objeto de las reestructuraciones de deuda de 2004-5 y 2010 (COTO y MONCAUT, 2015).

<sup>78</sup> "Argentine public debt has particular characteristics since it is the largest default to date [...]. In addition, because bonds replaced syndicated loans, which resulted in an increased creditor base, Argentina's biggest problem was to coordinate its over 700,000 creditors with differing interests. Furthermore, there are 152 different series of bonds, with eight different governing laws" (GARCÍA HAMILTON, OLIVARES CAMINAL y ZENARRUZA, 2005: 256).

*holdouts* en las cortes de Nueva York y el creciente endeudamiento externo de nuestro país hace de la deuda externa una cuestión de interés nacional a la cual la opinión pública y la academia deben atender en forma permanente. En este contexto, los *exit consents* son una respuesta jurídica especial contra los *holdouts*, con admisión expresa por el Derecho y los tribunales en relación con los cuales nos sometemos en cada emisión de deuda externa; y, en consecuencia, constituyen un instituto a ser tenido en consideración.

## Bibliografía

BAGBY, I., MAMAN, M. y GWEN, D. (2015) "Trust Indenture Act of 1939: A Sleeping Statute Comes Back to Life", en *BNA's Bankruptcy Law Reporter* del 14.05.2015. Consultado en [<http://www.cadwalader.com/uploads/books/dcd11e04b5828158b0786ef2655fc4f9.pdf>] el 27.12.2016.

BRATTON, W. (2004) "Pari Passu and A Distressed Sovereign's Rational Choices", en *Emory Law Journal*, volumen 53, pp. 823-67. Consultado en [<http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1052&context=facpub>] el 20.12.2016.

BRATTON, W. y GULATI, G. (2004) "Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors", en *Vanderbilt Law Review*, volumen 57, número 1, enero 2004, pp. 1-79. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2896&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2896&context=faculty_scholarship)] el 20.12.2016.

BUCHEIT, L. y GULATI, G. (2000) "Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges", en *UCLA Law Review*, volumen 48, 2000, pp. 59-84. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2081ycontext=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2081ycontext=faculty_scholarship)] el 20.12.2016.

— (2002) "Sovereign Bonds and Collective Will", en *Emory Law Journal*, volumen 51, número 4, otoño 2002, pp. 1317-63. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6108ycontext=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6108ycontext=faculty_scholarship)] el 20.12.2016.

CHOI, S. y GULATI, G. (2004) "Innovation in Boilerplate Contracts: an Empirical Examination of Sovereign Bonds", en *Emory Law Journal*, volumen 53, pp. 929-96. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2068&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2068&context=faculty_scholarship)] el 28.12.2016.

COFFEE, J. y KLEIN, W. (1991) "Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in a Debt", en *The University of Chicago Law Review*, volumen 58, número 4, pp. 1207-73.

Consultado en [<http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4725&context=ucdrev>] el 28.12.2016.

COMMITTERI, M. y SPADAFORA, F. (2013) "You Never Give Me Your Money? Sovereign Debt Crises, Collective Action Problems, and IMF Lending". International Monetary Fund Working Paper 13/20. Consultado en [<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1320.pdf>] el 20.12.2016.

DANIELS, K. y RAMÍREZ, G. (2007) "Debt Restructuring, Holdouts, and Exit Consents", en *Journal of Financial Stability*, volumen 3, número 1, abril 2007, pp. 1-17.

DAS, U., PAPAIOANNOU, M. y TREBESCH, C. (2012), "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts". International Monetary Fund Working Paper 12/203. Consultado en [<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>] el 20.12.2016.

DELAWARE COURT OF CHANCERY (DEL. COURT OF CHANCERY) (1986), *Moise Katz v. Oak Industries, Inc.*, resuelto el 10.03.1986, en 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986). Consultado en [[https://www.davispolk.com/files/uploads/Katz\\_v\\_Oak\\_Industries.pdf](https://www.davispolk.com/files/uploads/Katz_v_Oak_Industries.pdf)] el 24.12.2016.

— (1986a) *Kass v. Eastern Air Lines, Inc.*, resuelto en 14.11.1986, en *Delaware Journal of Corporate Law*, volumen 12, 1987, pp. 1074-82. Consultado en [<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/12DelJCorpL-1.pdf>] el 25.12.2016.

DRAKE, K. (2014) "The Fall and Rise of the Exit Consent", en *Duke Law Journal*, volumen 63, 2014, pp. 1589-624. Consultado en [<http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3424&context=dlj>] el 20.12.2016.

POLICY DEVELOPMENT AND REVIEW AND LEGAL DEPARTMENTS OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI) (2001) "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds", del 24.01.2001. Consultado en [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/IPS.pdf>] el 13.01.2007.

— (2003) "Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework", del 01.08.2003. Consultado en [<http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/080103.pdf>] el 14.01.2017.

GARCÍA HAMILTON, J., OLIVARES CAMINAL, R. y ZENARRUZA, O. (2005) "The Required Threshold to Restructure Sovereign Debt", en *Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review*, volumen 27, número 2, pp. 249-74. Consultado en [<http://digitalcommons.lmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1584&context=ilr>] el



28.12.2016.

HER MAJESTY'S COURT OF APPEAL IN ENGLAND & WALES (CIVIL DIVISION) (EWCA) (2013), *Sergio Barreiros Azevedo, Vera Cintia Alvarez and Imcopa Importação, Exportação e Indústria de Óleos Ltda., Imcopa International S.A., Imcopa International Cayman, Ltd.*, resuelto el 22.04.2013. Consultado en [[http://www.trusts.it/admincp/UploadedPDF/201306191052140.jEng%20Azevedo%20\[2013\]%20EWCA%20Civ%20364.pdf](http://www.trusts.it/admincp/UploadedPDF/201306191052140.jEng%20Azevedo%20[2013]%20EWCA%20Civ%20364.pdf)] el 25.12.2016.

HER MAJESTY'S HIGH COURT OF JUSTICE IN ENGLAND (CHANCERY DIVISION) (EWHC) (2012), *Assénagon Asset Management S.A. and Irish Bank Resolution Corporation (Formerly Anglo Irish Bank Corporation Limited)*, resuelto en 27.07.2012. Consultado en [[https://www.davispolk.com/files/uploads/Assenagon\\_Asset\\_v\\_Irish\\_Bank.pdf](https://www.davispolk.com/files/uploads/Assenagon_Asset_v_Irish_Bank.pdf)] el 24.12.2016.

ILLING, G. (2000) "Bailing in the Private Sector - On the Adequate Design of International Bond Contracts", en *Intereconomics*, volumen 35, número 2, pp. 64-71. Consultado en [[http://www.en.sfm.econ.uni-muenchen.de/research/archiv\\_publicationen/bailingin.pdf](http://www.en.sfm.econ.uni-muenchen.de/research/archiv_publicationen/bailingin.pdf)] el 14.01.2017.

JILL, E. y GENTILE, C. (2004) "Vultures or Vanguard: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring Conference on Sovereign Debt Restructuring: The View from the Legal Academy", en *Emory Law Journal*, volumen 53, 2004, pp. 1043-113. Consultado en [[http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1338&context=faculty\\_scholarship](http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1338&context=faculty_scholarship)] el 20.12.2016.

OLIVARES-CAMINAL, R. (2011) "The Pari Passu Interpretation in the Elliott Case: a Brilliant Strategy But an Awful (Mid-Long Term) Outcome?", en *Hofstra Law Review*, volumen 40, pp.39-63. Consultado en [[http://www.hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/09/BB.4.Olivares-Caminal.final\\_.pdf](http://www.hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/09/BB.4.Olivares-Caminal.final_.pdf)] el 20.12.2016.

REPÚBLICA ARGENTINA (ARGENTINA) (1994) *Fiscal Agency Agreement* entre la República Argentina y el Bankers Trust Company, celebrado el 19.10.1994. Consultado en [<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/FiscalAgencyAgreementOct191994.pdf>] el 17.12.2014.

REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY (URUGUAY) (2003) *Prospectus Supplement to Prospectus Dated April 10, 2003*. Consultado el [<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/102385/000095012303004250/y84311b3e424b3.htm>] el 15.01.2017.

ROE, M. (2016) "The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016:

Bringing the SEC to the Table", en *Harvard Law Review Forum*, volumen 129, pp. 360-77. Consultado en [<http://harvardlawreview.org/2016/05/the-trust-indenture-act-of-1939-in-congress-and-the-courts-in-2016-bringing-the-sec-to-the-table/>] el 25.12.2016.

SCHWARCZ, S. (2004) "'Idiot's Guide' to Sovereign Debt Restructuring", en *Emory Law Journal*, volumen 53, pp. 1190-218. Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1943&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1943&context=faculty_scholarship)] el 2 de enero de 2017.

— (2012) "Sovereign Debt Restructuring Options: an Analytical Comparison", en *Harvard Business Law Review*, volumen 2, pp. 96-121. Consultado en [[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1872552&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1872552&download=yes)] el 2 de enero de 2017.

STURZENEGGER, F. y ZETTELMEYER, J. (2005) "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005". International Monetary Fund Working Paper 05/137. Consultado en [<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05137.pdf>] el 14.01.2017.

— (2007) *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

UNITED STATES BANKRUPTCY COURT FOR THE DISTRICT OF DELAWARE (BANKR. D. DEL.) (2004) *Magten Asset Management Corporation & Law Debenture Trust Company of New York v. Northwest Corporation*, resuelto el 20.08.2004, en 313 B.R. 595. Consultado en [[https://www.bloomberglaw.com/public/desktop/document/Magten\\_Asset\\_Mgmt\\_Corp\\_v\\_Nw\\_Corp\\_In\\_re\\_Nw\\_Corp\\_313\\_BR\\_595\\_Bankr\\_D?1482891047](https://www.bloomberglaw.com/public/desktop/document/Magten_Asset_Mgmt_Corp_v_Nw_Corp_In_re_Nw_Corp_313_BR_595_Bankr_D?1482891047)] el 27.12.2016.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE EIGHTH CIRCUIT (USCA 8C) (1953) *Aladdin Hotel Co. v. Bloom, Josephine Loeb*, resuelto el 02.01.1953, en 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953). Consultado en [<http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/200/627/236766/>] el 21.12.2016.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR SECOND CIRCUIT (USCA 2C) (1896) *Hackettstown National Bank v. D.G. Yuengling Brewing Co.*, resuelto el 12.05.1986, en *Federal Reporter* 74, pp. 110-4. Consultado en [<https://law.resource.org/pub/us/case/reporter/F/0074/0074.f1.0110.pdf>] el 20.12.2016.

— (2010) *The Bank of New York v. First Millennium, Inc., Millennium Partners, L.P., RMK Advantage Fund, and Federal Deposit Insurance Corporation*, resuelto el 24.01.06.2010, en

607 F.3d 905, 917. Consultado en [[http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/ca2/09-1628/09-1628-cv\\_opn-2011-03-27.html](http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/ca2/09-1628/09-1628-cv_opn-2011-03-27.html)] el 13.01.2017.

— (2017) *Marblegate Asset Management, LLC, Marblegate Special Opportunities Master Fund, LP, v. Education Management Corp., Education Management, LLC*, resuelto el 17.01.2017. Consultado en [<http://cases.justia.com/federal/appellate-courts/ca2/15-2124/15-2124-2017-01-17.pdf?ts=1484667005>] el 18.01.2017.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK (USDC SDNY) (1991) *New Bank of New England, N.A. v. Toronto Dominion Bank*, resuelto el 16.07.1991, en 768 F. Supp. 1017 (1991). Consultado en [<http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/768/1017/2365148/>] el 24.12.2016.

— (1995) *CIBC Bank and Trust Company (Cayman), Ltd. v. Banco Central do Brasil, Banco do Brasil, S.A., and Citibank, N.A.*, resuelto el 09.05.1995, en 886 F. Supp. 1105, 1115 n. 8 (SDNY 1995). Consultado en [<http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/886/1105/1796735/>] el 20.12.2016.

— (1999) *Federated Strategic Income Fund, portfolio of Fixed Income Securities, Inc.; Federated International High Income Fund, portfolio of World Investment Series, Inc.; and Strategic Income Fund, portfolio of First American Investment Funds, Inc. v. Mechala Group Jamaica, Ltd.*, resuelto el 02.11.1999, en 1999 WL 993648. Consultado en [[https://www.davispolk.com/sites/default/files/Federated\\_Strategic\\_Income\\_Fund\\_v\\_Mechala\\_Group\\_Jamaica\\_Ltd.pdf](https://www.davispolk.com/sites/default/files/Federated_Strategic_Income_Fund_v_Mechala_Group_Jamaica_Ltd.pdf)] el 21.12.2016.

— (2009) *The Bank of New York v. First Millennium, Inc., Millennium Partners, L.P., RMK Advantage Fund, and Federal Deposit Insurance Corporation*, resuelto el 24.02.2009. Consultado en [<http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2006cv13388/293862/117/>] el 13.01.2017.

— (2015) *Meehancombs Global Credit Opportunities Funds, LP et al., v. Caesars Entertainment Corp. and Caesars Entertainment Operating Co., Inc.*, resuelto el 15.01.2015. Consultado en [<http://cases.justia.com/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2014cv07091/432245/28/0.pdf?ts=1421435014>] el 25.12.2016

— (2015a) *Marblegate Asset Management, LLC, Marblegate Special Opportunities Master Fund, LP, v. Education Management Corp., Education Management, LLC*, resuelto el 23.06.2015. Consultado en [<http://cases.justia.com/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2014cv08584/434146/78/0.pdf?ts=1435159639>] el 25.12.2016.

TURCHI, N. (2015) "Restructuring a Sovereign Bond Pari Passu Work-Around: Can Holdout Creditors Ever Have Equal Treatment?", en *Fordham Law Review*, volumen 83, número 4, 2015, pp. 2171-215. Consultado en [<http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5082&context=flr>] el 20.12.2016.

WEIDEMAIER, W. y MITU GULATI, G. (2014) "Sovereign Debt and the "Contract Matter" Hypothesis", en *Oxford Handbook of Law and Economics* (a publicarse). Consultado en [[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6066&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6066&context=faculty_scholarship)] el 20.12.2016.