

SECCIÓN DE ARBITRAJE INTERNACIONAL



LOS BONOS SOBERANOS COMO INVERSIÓN A LA LUZ DEL CONVENIO DEL CIADI

Carlo Scheiternig *

Resumen. En *Abacat et al. v. República Argentina y Ambiente Ufficio S.p.A. y otros v. República Argentina*, dos tribunales CIADI se declararon competentes para decidir sobre las solicitudes de arbitraje presentadas contra Argentina por tenedores de bonos soberanos. Esto abrió aparentemente la puerta al CIADI como un foro para controversias entre Estados con dificultades económicas y sus acreedores. Sin embargo, las decisiones fueron objeto de fuertes críticas. Por consiguiente, es discutible hasta qué punto las decisiones ofrecen orientación para futuros reclamos de tenedores de bonos. En este artículo se examina la cuestión clave que subyace a las decisiones de si los bonos pueden clasificarse como inversiones para efectos de arbitraje del CIADI.

Palabras clave: Arbitraje de Inversión; CIADI; Deuda Soberana; Bonos Soberanos; Abacat; Ambiente Ufficio.

* Obtuvo el grado de Derecho en la Universidad Ludwig-Maximilians-University de Munich y una Maestría en Solución Internacional de Controversias del Graduate Institute Geneva y la Universidad de Ginebra. Actualmente asociado en Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP en Munich.

¶ Traducción de Carlos Eliseo Díaz De León Sánchez

I. INTRODUCCIÓN

Cuando Grecia tuvo que reestructurar su deuda en 2011, a los tenedores de bonos griegos se les requirió intercambiar sus bonos por nuevos bonos, aceptando así una considerable depreciación.¹ Transcurrido el plazo para la aceptación de la oferta y habiendo sido activadas las cláusulas de acción colectiva, la tasa de participación alcanzó el 96,9 por ciento, equivalente aproximadamente a €199,2 mil millones en deuda.² Ésta constituye la reestructuración de deuda más grande de la historia.³

En medio de esta agitación, un tribunal CIADI⁴ se declaró competente para decidir sobre una reclamación de miles de tenedores italianos de bonos que habían rechazado

¹ Gulati/Trebesch/Zettelmeyer, *The Greek Debt Exchange: An Autopsy* (2012), p. 5.

² *Ibidem.*, p. 9.

³ *Ibidem.*, p. 16.

⁴ El término *CIADI* se refiere al Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones.

las propuestas de intercambio de bonos ofrecidas por Argentina, tras haber dejado de pagar su deuda a finales de 2001.⁵ En el caso que ahora se conoce como *Abaclat y otros v. República Argentina*, el Tribunal decidió que los bonos constituyeron inversiones en términos del Convenio del CIADI⁶ y del TBI aplicable, y que algunas de las medidas tomadas por Argentina para reestructurar su deuda constituían, *prima facie*, una violación de este último.⁷ Menos de dos años después, otro tribunal emitió su decisión sobre su competencia y admisibilidad en el caso *Ambiente Ufficio S.p.A. y otros v. la República Argentina*, el cual también se ocupó de reclamaciones de tenedores italianos de bonos contra Argentina.⁸ El tribunal siguió esencialmente la decisión de *Abaclat* al sostener que los bonos estaban cubiertos por el Convenio del CIADI y el TBI aplicable que Argentina había violado *prima facie*.⁹ En ambos casos, se emitieron desacuerdos.

A la luz de los recientes acontecimientos, la importancia de estas dos decisiones no puede ser exagerada. Los casos antes mencionados fueron los dos primeros en los que tribunales CIADI tuvieron que decidir sobre esta cuestión; otro caso relacionado aún está pendiente de resolución.¹⁰ Y con respecto a Grecia, es probable que haya más por venir. Un eslovaco y un inversionista chipriota ya han iniciado procedimientos en el CIADI.¹¹ Al parecer, los tenedores de bonos soberanos consideran cada vez más el arbitraje del CIADI como una alternativa viable a los litigios en tribunales estatales. Se puede especular sobre las razones, pero la alta tasa de cumplimiento de los laudos del CIADI es ciertamente atractiva.¹² Esto no quiere decir que las reclamaciones de los tenedores de bonos necesariamente tendrán éxito en cuanto al fondo, pero la mera existencia del arbitraje del CIADI como potencial foro para los conflictos de deuda soberana podría ya representar un desafío para los Estados en dificultades financieras, y obstaculizar sus capacidades para resolver la crisis.¹³ Por lo tanto, la cuestión merece un cuidadoso examen.

⁵ *Abaclat y otros v. la República Argentina*, Caso CIADI No. ARB/07/5, Decisión sobre jurisdicción y admisibilidad (en lo sucesivo, *Abaclat*).

⁶ El término *Convenio del CIADI* se refiere al Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de Otros Estados.

⁷ *Abaclat*, párr. 311 y ss., y 333 y ss.

⁸ *Ambiente Ufficio S.p.A. y otros v. la República Argentina*, Caso CIADI No. ARB/08/9, Decisión sobre jurisdicción y admisibilidad (en lo sucesivo: *Ambiente Ufficio*)

⁹ *Ibidem*, párr. 355 y ss., así como 521 y ss.

¹⁰ *Giovanni Alemanni y otros v. República Argentina*, Caso CIADI No. ARB/07/8.

¹¹ *Poštová banka, a.s. e ISTROKAPITAL SE v. la República Helénica*, Caso CIADI No. ARB/13/8.

¹² Cross, *Arbitration as a means of resolving sovereign debt disputes*, American Review of International Arbitration 335 [361]; Waibel, *Opening pandora's box: Sovereign bonds in international arbitration*, 101 American Journal of International Law 711 [715].

¹³ *Ibidem*, p. 713 y ss.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

II. LOS BONOS COMO INVERSIONES

Los bonos deben calificar como inversión para que los tenedores de los mismos puedan tener acceso al arbitraje del CIADI. La definición de inversión en el contexto del CIADI es altamente controversial. Pero antes de entrar en esta discusión, podría resultar útil abordar la cuestión en términos económicos. Una publicación del Banco Mundial define una inversión como “desembolsos realizados por individuos, empresas o gobiernos para acumular capital.”¹⁴ Inversión Extranjera se define como “la inversión en una empresa que opera fuera del país del inversionista”,¹⁵ posteriormente dividida en inversión extranjera directa que es la “inversión extranjera que establece una participación prolongada en una empresa o un control efectivo de su gestión.”,¹⁶ y las inversiones de cartera, que son “[c]ompras de acciones y bonos que, a diferencia de la inversión directa, no crean una participación duradera en una empresa ni otorgan un control efectivo de su gestión”.¹⁷ Estas definiciones no son, por supuesto, ni vinculantes ni de autoridad para los tribunales. Una inversión puede ser algo diferente en un contexto legal. Sin embargo, hay que tenerlas en cuenta, sobre todo cuando se hace referencia a un significado inherente del término como usualmente se hace.

A. LA NOCIÓN DE INVERSIÓN EN EL MARCO DEL CONVENIO DEL CIADI

Los Estados interpretan de diversas maneras la noción de inversión en los tratados bilaterales y multilaterales que celebran, y, en términos generales, tienen la libertad para hacerlo. En el marco del CIADI, sin embargo, la cuestión inicial es si, y hasta qué punto, el mismo Convenio del CIADI delimita el tipo de controversias que pueden ser sometidas a arbitraje. Los puntos de vista expresados por los tribunales a este respecto varían considerablemente. Mientras que algunos tribunales han mostrado una gran deferencia, otros han restringido activamente la discrecionalidad de los Estados para definir una inversión en función del arbitraje del CIADI. Sin embargo, todos ellos parecen ahora estar de acuerdo en que hay por lo menos algunos límites externos que no pueden ser cruzados.¹⁸ Interpretaciones¹⁹ en virtud de las cuales el término significa lo que el instrumento legal

¹⁴ Soubbotina, *Beyond economic growth: An introduction to sustainable development*, 2a Ed., Washington, D.C., World Bank Publications, 2004, p. 138.

¹⁵ *Ibidem*, p. 135.

¹⁶ *Ibidem*, p. 134.

¹⁷ *Ibidem*, p. 141.

¹⁸ *Ambiente Ufficio*, párr. 438; *Malaysian Historical Salvors SDN BHD v. El Gobierno de Malasia*, Caso CIADI No. ARB/05/10, Decisión sobre la Solicitud de Anulación, párr. 69.

¹⁹ *Phillipe Gruslin v. El Estado de Malasia*, Caso CIADI No. ARB/99/3, Laudo, párr. 13.6; *Lanco International, Inc.*

que contenga el acuerdo de las partes dice que significa, ya raramente encuentran apoyo.²⁰ Pero esto es lo más lejos a lo que llega el acuerdo.

1) *El Enfoque Subjetivo*

El enfoque más liberal en cuanto a la definición del término inversión recae en gran medida sobre lo que las partes hayan considerado que constituye una inversión para efectos de arbitraje del CIADI. Es, por tanto, referido también como el “enfoque subjetivo”.²¹ Funciona como un supuesto invertido. En general, toda actividad económica cubierta por el consentimiento de las partes se presume como constitutiva de una inversión para efectos del CIADI, salvo en circunstancias verdaderamente extraordinarias.²² El ejemplo típico de tales circunstancias excepcionales es donde las partes definen a las transacciones comerciales ordinarias como inversiones.²³ En *Asia Express v. Greater Colombo Economic Commission*, el Secretario General del CIADI, se negó incluso a registrar un caso que trataba de un conflicto derivado de un mero contrato de compra-venta.²⁴ Lejos de dichas circunstancias excepcionales, los tribunales que siguen este enfoque, simplemente acudirán al instrumento que les confiere competencia, y procederán a evaluar si el activo o empresa cae bajo ese instrumento. De acuerdo con lo declarado por el tribunal en *Ambiente Ufficio*:

[El] propio hecho de que los TBI combinen regularmente (...) una definición detallada del término “inversión” con la autorización explícita para que el inversionista recurra al arbitraje del CIADI, debe ser de gran peso al decidir si la transacción en cuestión constituye o no una inversión a los efectos del art. 25 del Convenio del CIADI.²⁵

El enfoque se basa en la historia de la redacción del Convenio del CIADI. Los redactores debatieron fuertemente sobre la definición adecuada de inversión, sin embargo, no fueron capaces de llegar a un acuerdo.²⁶ Se discutieron varias propuestas, pero ninguna

v. *la República Argentina*, Caso CIADI No. ARB/97/6, Decisión Preliminar sobre Jurisdicción, párr. 48; *M.C.I. Power Group LC y New Turbine, Inc. v. la República de Ecuador*, Caso CIADI No. ARB/03/6, Laudo, párr. 159.

²⁰ Schreuer, *The ICSID Convention: A commentary*, 2a Ed., Cambridge University Press, 2009, Artículo 25, párr. 125; Gaillard, *Identify or define? Reflections on the evolution of the concept of investment in ICSID practice, International Investment Law for the 21st Century. Essays in Honour of Christoph Schreuer*, Oxford University Press, 2009, p. 403 [411].

²¹ Stern, *Are there new limits on access to international arbitration*, 25 ICSID Review – Foreign Investment Law Journal, p. 1 [3].

²² Mortenson, *The meaning of “Investment”: ICSID’s travaux and the meaning of international investment law*, 51 Harvard International Law Journal, p. 257 [269].

²³ Ídem.

²⁴ Shihata/Parra, *The experience of the International Centre for Settlement of Investment Disputes*, 14 ICSID Review – Foreign Investment Law Journal, p. 299 [308].

²⁵ *Ambiente Ufficio*, párr. 462.

²⁶ Ibídem, párr. 448 y ss.; *MHS c. Malasia*, Op. Cit., nota 18, párr. 63 y ss.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

de ellas se incluyó en el Convenio.²⁷ Los Estados argumentaron, entre otras cosas, sobre la definición exacta, los derechos de propiedad a ser cubiertos, elementos de tiempo, los umbrales de valor para la demanda, o la inversión y cuestiones de desarrollo económico.²⁸ Dado que lo único en lo que finalmente lograron ponerse de acuerdo, fue sobre el hecho de que no estaban de acuerdo, decidieron dejar la definición de inversión abierta para posterior determinación por parte de los Estados en los instrumentos legales por los que someterían las controversias al CIADI.²⁹ Esta amplia solución es contrarrestada por la posibilidad de que los Estados notifiquen al CIADI la clase o clases de controversias que considerarían o no someter a la jurisdicción del CIADI de conformidad con el artículo 25(4) del Convenio del CIADI.³⁰ El Informe de los Directores Ejecutivos dispone en la parte pertinente:

No se ha intentado definir el término “inversión”, teniendo en cuenta el requisito esencial del consentimiento de las partes y el mecanismo mediante el cual los Estados Contratantes pueden dar a conocer de antemano, si así lo desean, las clases de diferencias que estarán o no dispuestos a someter a la jurisdicción del Centro (Artículo 25(4)).³¹

2) *El Enfoque Objetivo*

Lo anterior se puede distinguir de lo que se conoce como el “enfoque objetivo”.³² Este enfoque se refiere al término “inversión” en el Artículo 25(1) del Convenio del CIADI como una calificación independiente de las controversias que puedan presentarse ante el CIADI, y por lo tanto debe ser interpretado de manera autónoma. Efectivamente, limita la capacidad de los Estados para someter ciertos tipos de controversias al CIADI.³³ Esto se justifica por el carácter multilateral del Convenio del CIADI y el marco favorable que establece para el arbitraje. Los tribunales en línea con este enfoque evalúan si el activo en conflicto está cubierto por el consentimiento de las partes y, adicionalmente, la noción de inversión en términos del Convenio del CIADI. Si no cumple con una de estas dos pruebas, el tribunal rechazará su competencia. Esto se describe a veces como una prueba “combinada”.³⁴

²⁷ Ídem. Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 113 y ss.

²⁸ Ídem.

²⁹ Ídem.

³⁰ Ídem.

³¹ *Informe de los Directores Ejecutivos del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento en el Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de Otros Estados*, párr. 27.

³² Stern, Op. Cit., nota 21, p. 2.

³³ Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 122 y ss.

³⁴ *MHS c. Malasia*, Op. Cit., nota 18, Laudo sobre Jurisdicción, párr. 55; *Abaclat*, párr. 344.

Bajo este enfoque, la cuestión importante es la de determinar cómo se definirá la noción de inversión. A mayor amplitud en la definición, menor importancia tendrá la diferencia con el enfoque subjetivo y viceversa. Esto se ilustra con la definición empleada por el tribunal en *Abaclat*. A pesar de la adhesión de la prueba “combinada”, la interpretación adoptada por el tribunal fue tan amplia que difícilmente impuso límite alguno a la determinación por parte de los Estados del término inversión. Sostuvo que “el único requisito referente a la contribución es que sea apta para crear el valor que se protege en el marco del TBI.”³⁵

Sin embargo, la mayoría de los tribunales que adoptan el enfoque objetivo adoptaron definiciones más estrechas.

a) *La prueba Salini*

El punto de partida se encuentra en *Salini v. Marruecos*³⁶ en el cual el tribunal tenía que decidir si tenía competencia sobre una disputa relativa a un contrato para la construcción de una carretera. Sostuvo que, en términos del artículo 25(1) del Convenio del CIADI, una:

Inversión implica: aportaciones, cierta duración en la ejecución del contrato y una participación en los riesgos de la transacción (...). De la lectura del preámbulo del Convenio, se puede añadir la aportación al desarrollo económico del Estado receptor de la inversión como condición adicional.³⁷

El tribunal llegó a esta conclusión sin seguir las reglas de interpretación de los tratados, sino a través de un análisis descriptivo de lo que se había identificado en la doctrina como características típicas de una inversión.³⁸ Sin perjuicio de lo anterior, muchos tribunales posteriores siguieron estos criterios, que se conocen ahora como la prueba *Salini*.³⁹

Los tres primeros requisitos suelen ser bastante sencillos. El requisito de contribución por lo general puede consistir en cualquier transferencia de capital en efectivo, en especie o en mano de obra.⁴⁰ En la fase de redacción del Convenio del CIADI, se hubo debatido si la contribución debe satisfacer un umbral mínimo, es decir, si debe ser sustancial.⁴¹ Pero

³⁵ *Abaclat*, párr. 365.

³⁶ *Salini Costruttori S.p.A. e Italstrade S.p.A. v. Reino de Marruecos*, Caso CIADI No. ARB/00/4, Decisión sobre Jurisdicción.

³⁷ *Ibidem*, para. 52

³⁸ *Ídem*.

³⁹ Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 156.

⁴⁰ *Salini c. Marruecos*, Op. Cit. 36, párr. 53; *Romak S.A. v. República de Uzbekistán*, de Arbitraje de la CNUDMI, Caso CPA N° AA280, Laudo, párr. 214; Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 161.

⁴¹ Mortenson, Op. Cit., nota 22, p. 297

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

finalmente, esta idea fue rechazada.⁴² Hasta el momento, este requisito no ha jugado un papel decisivo.⁴³ El rango de duración mínima contemplado para la inversión va de dos a cinco años.⁴⁴ En cualquier caso, los tribunales lo manejan de manera bastante flexible.⁴⁵ Por otra parte, la presencia de algún tipo de riesgo suele ser inherente a cualquier actividad económica. La mera existencia de una controversia puede ser tomada como una prueba de ello.⁴⁶ Sin embargo, algunos tribunales han sostenido que el riesgo comercial ordinario no es suficiente para cumplir el requisito de riesgo.⁴⁷

El requisito de aportación al desarrollo económico del Estado receptor es más controversial. Es por lo tanto útil considerar brevemente el concepto de desarrollo económico. La publicación del Banco Mundial mencionada con anterioridad lo define como:

[c]ambio cualitativo y reestructuración de la economía de un país en relación con el progreso tecnológico y social. El principal indicador del desarrollo económico es el aumento del PIB per cápita (...), que refleja el incremento de la productividad económica y del bienestar material, como promedio, de la población de un país.⁴⁸

Explica, además, que el desarrollo económico está estrechamente relacionado, sin ser idéntico, con el crecimiento económico.⁴⁹ Las economías pueden crecer extensivamente con el uso de más recursos, o intensivamente con el uso de los recursos de manera más eficiente.⁵⁰ Sólo en este último caso el crecimiento económico resulta también en el desarrollo económico.⁵¹ La inversión en este sentido económico es una condición previa para ambos.⁵² Si los tribunales quieren excluir de la competencia del CIADI a las inversiones que no aportan al desarrollo económico, en consecuencia tendrán que verificar si la inversión en controversia dio lugar a un uso más productivo de los recursos dentro de la economía de los Estados receptores. Sin embargo, estas determinaciones son bastante difíciles

⁴² Ídem.

⁴³ Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 161.

⁴⁴ Ibídem, Artículo 25, párr. 162; *Salini c Marruecos*, Op. Cit., nota 36, párr. 54; *MHS c. Malasia*, Op. Cit., nota 18, Decisión sobre Jurisdicción, párr. 110/111.

⁴⁵ Schreuer, Ídem.

⁴⁶ *Fedax N.V. v. La República de Venezuela*, Caso CIADI No. ARB/96/3, Decisiones del Tribunal sobre Excepciones a la Jurisdicción, párr. 40.

⁴⁷ *Joy Mining Machinery Limited v. República Árabe de Egipto*, Caso CIADI No. ARB/03/11, Laudo sobre Jurisdicción, párr. 57; *MHS v Malasia*, Op. Cit., nota 18, Decisión sobre Jurisdicción, párr. 112.

⁴⁸ Soubbotina, Op. Cit., Nota 14, párr. 133.

⁴⁹ Ídem.

⁵⁰ Ídem.

⁵¹ Ídem.

⁵² Ibídem, Párr. 138.

con respecto a una inversión individual. Por tanto, los tribunales han sido cuidadosos en la aplicación de este criterio;⁵³ algunos incluso lo han omitido.⁵⁴

Otros requisitos contemplados por los tribunales son una regularidad de utilidades y rendimiento,⁵⁵ y que la inversión debe haberse hecho *bona fide*.⁵⁶ Sin embargo, ninguno de estos parece haber encontrado mucho apoyo.

Entre los defensores del enfoque objetivo, hay más desacuerdo sobre cómo deben aplicarse estos diferentes criterios. El tribunal *Salini* sugirió que:

...estos elementos pueden ser interdependientes. Por tanto, los riesgos de la transacción pueden depender de las aportaciones y de la duración de la ejecución del contrato. Como resultado, estos diversos criterios deben ser evaluados globalmente, incluso si, por el bien del razonamiento, el Tribunal los considera aquí individualmente.⁵⁷

A partir de ahí, se desarrollaron dos métodos de evaluación. El primero trata de identificar a una inversión mediante el uso de los requisitos *Salini* como características típicas.⁵⁸ No todos ellos tienen que cumplirse de forma acumulativa para que un activo o transacción califique como inversión. Pueden, más bien, servir de orientación para una evaluación integral sobre la existencia de una inversión. El segundo método utiliza los requisitos como definición.⁵⁹ Si uno de ellos no se cumple, la competencia debe ser declinada. Ambos métodos, consideran los requisitos como normativos más que descriptivos, pero sólo este último los considera obligatorios.

b) *Requisitos Adicionales*

En la literatura académica, se han contemplado requisitos adicionales. Dos de ellos se han propuesto expresamente con la finalidad de excluir del CIADI los conflictos de tenedores de bonos: la existencia de un nexo territorial entre la supuesta inversión y el país receptor; y una asociación razonablemente estrecha con una empresa privada.

⁵³ *Fedax*, Op. Cit., nota 46, párr. 43; *Salini v. Marruecos*, Op. Cit., nota 36, párr. 57; *Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. República Eslovaca*, Caso CIADI No. ARB/97/4, Decisión sobre Excepciones a la Jurisdicción, párr. 80, 64 y 88.

⁵⁴ *Consortio Groupement L.E.S.I. - Dipenta v República Argelina Democrática y Popular*, CIADI Caso No. ARB/08/03, Laudo, párr. 13; *L.E.S.I. S.p.A. y Astaldi S.p.A. v. República Argelina Democrática y Popular*, Caso CIADI ARB/05/3, Decisión, párr. 72; *Victor Pey Casado y Fundación Presidente Allende v. República de Chile*, Caso CIADI No. ARB/98/2, Laudo, párr. 232.

⁵⁵ *Helnan International Hotels A/S v. la República Árabe de Egipto*, Caso CIADI No. ARB/05/19, Decisión del Tribunal sobre Objeciones a la Jurisdicción, párr. 77.

⁵⁶ *Phoenix Action, Ltd. V-la República Checa*, Caso CIADI No. ARB/06/05, Laudo, párr. 106 y ss.

⁵⁷ *Salini c Marruecos*, Op. Cit., nota 36, párr. 52.

⁵⁸ Gaillard, Op. Cit., nota 20, párr. 407 y ss.

⁵⁹ *Ibidem*, párr. 410 y ss.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

(i) *La Necesidad de un Nexo Territorial*

Este criterio en teoría requiere que haya al menos algún tipo de presencia física en el territorio del Estado receptor; a pesar de que la inversión no debe estar ubicada totalmente en el mismo.⁶⁰ Un mero flujo de capital, sin embargo, no sería suficiente.⁶¹ Es importante resaltar que esto no se refiere al requisito de territorialidad que se encuentra en los tratados de inversión, el cual se discutirá más adelante, sino a la noción de inversión de conformidad con el artículo 25(1) del Convenio del CIADI.

El requisito de un nexo territorial se encuentra aparentemente en la historia de la redacción del Convenio del CIADI. Y, en efecto, el *Informe de los Directores Ejecutivos* hace varias referencias al respecto, estableciendo que el Convenio del CIADI “puede constituir un paso importante para promover un ambiente de confianza mutua y, por consiguiente, estimular el libre flujo de capital privado internacional hacia los países que desean atraerlo.”⁶², y que “los Directores Ejecutivos creen que el capital privado continuará fluyendo hacia los países que ofrezcan un clima favorable para inversiones provechosas”.⁶³

Se afirma además que el objeto y fin del Convenio del CIADI de promover el desarrollo económico se sirve mejor por inversiones presentes físicamente en el territorio del Estado receptor.⁶⁴ De lo contrario, las aportaciones al desarrollo económico serían muy poco probables.⁶⁵ Otro argumento esgrimido es que el régimen de inversión tiene la intención de contrarrestar el poder regulador de los Estados dentro de su territorio.⁶⁶ O, como un autor expresó:

El nexo territorial entre la aportación de capital de la demandante y la economía del Estado receptor es también un aspecto fundamental de la materialización económica de la inversión; de hecho, es la realización del objetivo prioritario para los Estados-Parte contratantes, el de celebrar un tratado de inversión. (...) En otras palabras, la conexión territorial entre la aportación de capital de la demandante y una empresa de inversión en el Estado receptor debe ser directa y no indirecta o consecuencia.⁶⁷

⁶⁰ Waibel, Op. Cit., nota 12, p. 727; Waibel, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*, Cambridge University Press, 2011, p. 242 y ss.; Douglas, *The International Law of Investment Claims*, Cambridge University Press, 2009, p. 343; *Abaclat*, Voto Disidente, párr. 73 y ss.

⁶¹ Ídem.

⁶² Informe de los Directores Ejecutivos del Convenio del CIADI, párr. 9.

⁶³ Ibídem, párr. 12.

⁶⁴ Waibel, Op. Cit., nota 60, p. 238; Waibel, Op. Cit., nota 12, p. 727.

⁶⁵ Ídem,

⁶⁶ Ídem; *Abaclat*, Voto Disidente, párr. 53

⁶⁷ Douglas, Op. Cit., nota 60, párr. 404.

La respuesta a si el Convenio del CIADI requiere un nexo territorial se debe encontrar en el propio Convenio. Su redacción no lo apoya. El término inversión en sí mismo es geográficamente neutral y el contexto del artículo 25(1) del Convenio del CIADI no es concluyente.

Lo que podría abogar en favor de un requisito de territorialidad es el objeto y propósito del Convenio del CIADI como lo demuestra el *Informe de los Directores Ejecutivos*. Sin embargo, aunque ciertamente haya referencias al territorio del Estado receptor, ninguna de ellas se refiere al flujo específico de capital hacia un territorio específico. Muy por el contrario, las referencias antes mencionadas adoptan una postura mucho más amplia. Su objetivo es el de crear un clima general favorable a la inversión con el fin de estimular la actividad de inversión en general. Fomentar flujos específicos de capital entre los distintos países es un asunto a ser tratado por los Estados a través de instrumentos jurídicos distintos, tales como los tratados de inversión. El Convenio del CIADI sólo establece una plataforma sobre la cual puedan construir. Se trata de un convenio marco para la solución de controversias sobre inversiones. No proporciona protección sustancial alguna a la inversión, ni somete a los Estados a arbitraje. La promoción de flujos de capital adicionales dentro de territorios específicos no se encuentra entre sus objetivos y tampoco debe, por tanto, considerarse como un requisito para su aplicación.

No resulta convincente, además, justificar un requisito de territorialidad con la supuesta intención del Convenio del CIADI de contrarrestar el poder regulador de los Estados en su territorio. Es indiscutible que la intención fundamental del Convenio del CIADI es la de mitigar el riesgo soberano al proporcionar un foro para la resolución de controversias internacionales de inversión. Aun así, no hay razón alguna por la que esta intención deba limitarse al territorio del Estado receptor. La reglamentación nacional puede muy bien tener efectos extraterritoriales. Un buen ejemplo es la ley promulgada por Argentina en apoyo a su programa de reestructuración de deuda en 2005.⁶⁸ Aunque dirigido al propio poder ejecutivo de Argentina, afectó directamente a los tenedores de bonos extranjeros. Este tipo de medidas pueden desalentar, de igual manera, futuros flujos de capital y por lo tanto deben ser parte del riesgo soberano abordado por el Convenio del CIADI.

La jurisprudencia invocada en apoyo a un requisito de territorialidad tampoco es concluyente. Mientras que algunas decisiones hacen referencia a un vínculo territorial entre la inversión y el Estado receptor, ninguna de ellas determina expresamente que sea un requisito en virtud del Convenio del CIADI. El único caso conocido en el que un tribunal se declaró incompetente por falta de un nexo territorial es *Bayview v. México*.⁶⁹ Sin embargo, lo anterior se basó en una interpretación del Capítulo XI del TLCAN, y no el Convenio del CIADI.⁷⁰ Con respecto al artículo 25(1) del Convenio del CIADI, el Tribunal, en *L.E.S.I.- DIPENTA v. Argelia* sostuvo únicamente que las inversiones se

⁶⁸ *Abaclat*, párr. 78.

⁶⁹ *Bayview Irrigation District y otros v. los Estados Unidos Mexicanos*, Caso CIADI No. ARB(AF)/05/1, Laudo, párr. 102 y ss.

⁷⁰ *Ídem*.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

efectúan recurrentemente en el país anfitrión, pero señaló expresamente que ello no es una condición determinante.⁷¹ En *CJOB v. Eslovaquia*, el Tribunal afirmó incluso que “una transacción puede calificar como inversión, incluso en ausencia de una transferencia física de fondos”.⁷² La práctica de los Estados tampoco contribuye al apoyo del requisito general de territorialidad. Muchos de los tratados de inversión con consentimiento de sometimiento al arbitraje del CIADI exigen expresamente un nexo territorial. Esto sería redundante si estuviera ya implícito en el Convenio del CIADI.

Por último, la exclusión de los bonos por falta de un nexo territorial sería inconsistente con la práctica relativa a acciones. Las acciones son un título de capital social; los bonos son un título de capital de deuda. Ambos son negociables en mercados secundarios. Pero esto no justifica la conclusión de que los accionistas tienen un nexo territorial con el Estado receptor y los tenedores de bonos no. Constituiría una errada concepción de la tenencia accionaria, asumir una conexión física entre el accionista y el Estado receptor con base en la ubicación física de la sociedad. Los accionistas no son propietarios de los activos de la sociedad, ni tampoco tienen derecho a serlo. Tienen derechos en la sociedad que es propietaria de los activos como entidad jurídica independiente. Esto se hace particularmente evidente en el caso de la participación indirecta en el que la propiedad de la sociedad se organiza a través de varios eslabones empresariales. Si hubiera que excluir a los bonos de la competencia del CIADI, por falta de un nexo territorial, se tendría, en consecuencia, que aplicar el mismo razonamiento a las acciones. O ambos están dentro o ambos están fuera. El trato diferenciado llevaría a inconsistencias que son por demás indeseables si se quiere mantener la confianza de los inversionistas.

(ii) *Relación con un riesgo comercial*

Otro de los requisitos que en repetidas ocasiones se ha sugerido, es la relación con un riesgo comercial. *Waibel* sostiene que:

...un último elemento típico de una ‘inversión’, inherente en el Artículo 25, es la operación de, o la razonablemente estrecha relación con, una empresa privada. El significado de inversión en la jurisprudencia de inversiones internacionales comprende participaciones en el capital de entidades de naturaleza pública o privada cuyo principal objetivo sea comercial.⁷³

A partir de ahí, infiere que los bonos soberanos no están comprendidos en el Convenio del CIADI, ya que sirven fines presupuestarios generales y no están relacionados con

⁷¹ *L.E.S.I. - Dipenta v. Argelia*, Op. Cit., nota 54, párr. 14 (i)

⁷² *CJOB*, Op. Cit., nota 53, párr. 78.

⁷³ *Waibel*, Op. Cit., nota 12, p. 728, y Op. Cit., nota 60, p. 242 y ss., cita tomada del artículo.

empresas.⁷⁴ Contrasta bonos con acciones, afirmando que estas últimas siempre habrán de calificar como inversiones, ya que representan parte de una sociedad y los accionistas por tanto tienen voz en la gestión de una empresa.⁷⁵ Por último, establece que los bonos soberanos pueden excepcionalmente caer bajo el Convenio del CIADI, si están vinculados a proyectos específicos como ferrocarriles o construcciones de plantas de energía.⁷⁶

Además de ser postulado como una característica inherente del artículo 25(1) del Convenio del CIADI, permanece en la oscuridad de dónde viene realmente este requisito. La jurisprudencia tampoco es concluyente. Casos previos del CIADI han tratado participaciones e instrumentos de deuda por igual.⁷⁷

Tampoco la comparación con las acciones es del todo convincente. No todo accionista participa en la gestión de la sociedad ni, consecuentemente, se involucra en una operación comercial. Dependiendo de la composición de los accionistas, todo lo contrario puede resultar verdad. Una suposición como tal resta también atención a las diferentes formas de acción que existen como las acciones ordinarias, las acciones preferentes y sus formas híbridas. También deja de lado la participación indirecta que es una forma aceptada de inversión en términos del Artículo 25(1) del Convenio del CIADI. Los accionistas indirectos han sido con frecuencia demandantes en controversias relativas a inversiones internacionales y es de dudarse que todos ellos se hayan dedicado activamente a las operaciones comerciales de las sociedades, sobre todo en los casos en los que hay muchos eslabones corporativos.⁷⁸ Exigir una conexión con una empresa comercial haría, por tanto, no sólo que se excluyera a los bonos soberanos de la competencia del CIADI, sino que también tendría un efecto limitante sobre la tenencia accionaria y, como consecuencia, una vez más daría lugar a inconsistencias.

B. ¿CALIFICAN LOS BONOS SOBERANOS COMO INVERSIONES EN EL MARCO DEL CONVENIO DEL CIADI?

Tras esbozar la idea de la inversión como se ha desarrollado en la jurisprudencia del CIADI, se debe ahora examinar si los bonos (soberanos) encuadran en ella. Pero antes de hacerlo, resulta útil recordar la estructura de los bonos y de los mercados de bonos, así como las modalidades de su emisión y negociación.

⁷⁴ Ídem.

⁷⁵ Ídem.

⁷⁶ Ídem.

⁷⁷ Para instrumentos de deuda ver, por ejemplo, *Fedax*, Op. Cit., nota 46; *CSOB*, Op. Cit., nota 53.

⁷⁸ Valasek/Dumberry, *Developments in the legal standing of shareholders and holding corporations in investor-state disputes*, 26 ICSID Review – Foreign Investment Law Journal, p. 34 [51 y ss.].

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

1) *La estructura de los Bonos y los Mercados de Bonos*

Un bono es un título que acredita una deuda. Es utilizado para deudas con vencimiento superior a un año.⁷⁹ El emisor normalmente se compromete a pagar al tenedor del bono un monto de capital fijo al vencimiento y a realizar los pagos periódicos de intereses. Existen muchos tipos diferentes de bonos que varían mucho respecto a sus condiciones y emisores. Los bonos soberanos son los bonos emitidos por un Estado, por lo general a través de su banco central, el ministerio o secretaría de finanzas, o una agencia de deuda.⁸⁰ El mercado global de bonos consiste en el mercado internacional de bonos, al que comúnmente se le conoce como el mercado de Eurobonos, y los distintos mercados nacionales de bonos, por lo general abiertos, a emisores nacionales y extranjeros por igual.⁸¹ El marco regulatorio de los mercados nacionales de bonos puede variar en gran medida, mientras que el mercado de Eurobonos no se somete a ninguna jurisdicción en particular y sólo se sujeta a reglas consuetudinarias autoimpuestas.⁸² Los bonos soberanos se pueden emitir en cualquiera de estos mercados.

Los bonos se emiten normalmente en un proceso de varias fases que regularmente implica instituciones financieras de diversas jurisdicciones. El proceso está organizado por un llamado líder (*lead manager*) o agente (*bookrunner*) que suele ser un banco de inversión. El agente es el encargado de armar un grupo de gestión conformado por un pequeño número de otros bancos, que deberá preparar la emisión del bono, establecer las condiciones finales, y seleccionar a los suscriptores y al grupo de venta. Los suscriptores son un grupo de instituciones financieras que proveen una garantía de compra de los bonos de nueva emisión a un precio fijo. El grupo de venta comprende las instituciones financieras que ofrecen su asistencia en la colocación del bono en el mercado. A diferencia de los suscriptores, no asumen ningún riesgo en la colocación del bono. En conjunto, las entidades financieras participantes forman el sindicato en cuestión. Cada uno de ellos puede ser agente, suscriptor y vendedor a la vez.

El proceso de emisión se inicia con una reunión entre el agente y el emisor para discutir los términos del bono. El grupo de gestión, después de su ensamblaje, prepara todos los documentos necesarios, incluyendo un prospecto preliminar para los posibles suscriptores. A continuación, la emisión del bono se anuncia y se invita a otras instituciones financieras a unirse al sindicato de colocación como colocadores o vendedores. Una vez que el sindicato de emisión se ha completado, las condiciones finales del bono se establecen y se prepara un prospecto final. El sindicato de emisión, entonces compra el bono y hace una oferta pública por un período cierto de colocación. Al final de este período, la suscripción está cerrada y el emisor entrega el bono a cambio del efectivo. Es importante destacar

⁷⁹ Moles/Terry, *The handbook of international financial terms*, Oxford University Press, 1997, p. 50.

⁸⁰ Valdez/Molyneux, *An introduction to global de financial markets*, 6a Ed., Palgrave McMillan, 2010, p. 151.

⁸¹ Solnik/McLeavey, *International investments*, 6a Ed., Pearson Addison Wesley, 2009, p. 260 y ss.

⁸² Smith/Walter, *Global banking*, Oxford University Press, 1997, p. 248.

que el emisor, es decir, el soberano en el caso de los bonos soberanos, recibe el dinero en un solo pago en el día de cierre. El riesgo de colocación está exclusivamente a cargo de las entidades aseguradoras.⁸³

Con el fin de hacer frente a ciertos obstáculos legales y facilitar la negociación de bonos en los mercados secundarios modernos, la estructura de los bonos poco a poco se ha desmaterializado. En lugar de producir un gran número de pequeños certificados de bonos distintos que circulen a nivel minorista, el emisor sólo emite un gran certificado global representativo de la suma total de la emisión. Este certificado es depositado en la bóveda de un banco comercial que normalmente declara mantenerlo en nombre de una cámara de compensación. Los compradores potenciales mantienen cuentas con estas cámaras de compensación a través de las cuales pueden comprar y negociar los derechos comerciales sobre el bono. Estas cuentas muestran los derechos sobre el título-valor individuales de cada participante en el mercado y sirven, a su vez, como plataforma para el manejo de los pagos. De esta manera, todas las transacciones pueden ser procesadas y cerradas vía electrónica a través de las cámaras de compensación, sin necesidad de que los certificados de bono circulen de mano en mano físicamente. Para realizar los pagos periódicos de intereses y devolver el capital al vencimiento, el emisor del bono nombra a un agente de pagos que a menudo es una filial del banco que actúa como depositario. El agente de pagos efectúa los mismos a las cámaras de compensación, mismas que distribuyen el dinero entre las cuentas individuales en proporción a sus respectivas participaciones en el bono. Los titulares de las cuentas, sin embargo, no estarán siempre actuando por sí mismos, sino como intermediario y en consecuencia circularán los pagos a sus clientes. Estos clientes pueden resultar intermediarios, y por lo tanto habrán de circular el dinero a otra persona, y así sucesivamente.⁸⁴

La estructura de los bonos modernos es entonces diferente, en cierta medida, de los instrumentos de deuda tradicionales, como préstamos o pagarés físicamente negociables. Sólo hay un gran certificado de bono que se ha resguardado en una bóveda de banco. Todo lo que los tenedores de bonos poseen son derechos sobre la misma. Sin embargo, esto no cambia la naturaleza de los bonos como instrumentos de deuda. Los cambios estructurales sólo sirven a razones prácticas.

2) ¿Qué debe calificar como inversión?

La moderna estructura de bonos es ciertamente conveniente para quienes en ella participan. Desde una perspectiva legal, sin embargo, son todo lo contrario. En la actualidad existe una compleja red de transacciones y otras relaciones jurídicas que se extiende a

⁸³ Los dos párrafos anteriores se basan en *Ibidem*, p. 266 y ss. así como en Ianotta, *Investment Banking. A guide to underwriting and advisory services*, Springer Verlag, 2010, p. 100 y ss.

⁸⁴ El párrafo anterior se basa en Bamford, *Principles of international financial law*, Oxford University Press, 2011, para. 6.01 y ss.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

través de varias esferas territoriales.⁸⁵ Antes de responder a la cuestión de si los bonos califican como inversiones en términos del Artículo 25(1) del Convenio del CIADI, se debe primero determinar si las distintas transacciones pueden ser tratadas de manera integral, o si deben disociarse. Hay dos opciones básicas: se pueden apreciar individualmente cualquiera de las transacciones involucradas, desde la suscripción de los bonos hasta la compra de los derechos en los mercados secundarios, o pueden todas apreciarse como una sola operación económica.

La jurisprudencia está a favor de esta última. En *Fedax c. Venezuela*,⁸⁶ el Tribunal decidió que tenía competencia sobre una controversia que versaba sobre seis pagarés emitidos por Venezuela en relación con la prestación de determinados servicios.⁸⁷ A pesar de que el caso trataba sólo de pagarés y no bonos, proporciona un primer punto de referencia. Venezuela sostuvo que los pagarés no constituían inversiones en términos del Convenio del CIADI, ya que su compra en el mercado secundario no implicaba una transferencia de capital a largo plazo con la adquisición de intereses en, o acciones de, una sociedad.⁸⁸ El Tribunal, sin embargo, no siguió este argumento. No abordó la compra de los pagarés de manera aislada, sino que apreció integralmente la totalidad de la operación. En la parte pertinente, declaró lo siguiente:

Un pagaré es, por definición, un instrumento de crédito, un reconocimiento por escrito de que un préstamo se ha hecho. En este caso particular los seis pagarés en cuestión fueron emitidos por la República de Venezuela con el fin de reconocer su deuda por la prestación de servicios bajo un contrato (...); Venezuela simplemente había recibido un préstamo por la suma de los pagarés por el período de tiempo especificado en el mismo y con la correlativa obligación de pagar intereses.⁸⁹

Abacat es el primer caso conocido en abordar los bonos directamente. El Tribunal también se negó a disociar las distintas operaciones y las trató como una sola operación económica.⁹⁰ Entendió que la emisión de los bonos, su distribución y posterior comercialización en los mercados secundarios sólo tenía sentido en conjunto, ya que ninguna de ellas habría tenido lugar de forma individual.⁹¹ Lo más importante, el suscriptor no hubiera participado en el proceso de emisión, si no hubiera sido capaz de revender los bonos.⁹² El Tribunal vio su hipótesis de una unidad económica confirmada por el hecho de las ofertas

⁸⁵ *Ibidem*, párr. 6.06

⁸⁶ *Fedax*, Op. Cit., nota 46.

⁸⁷ *Ídem*.

⁸⁸ *Ibidem*, párr. 19.

⁸⁹ *Ibidem*, párr. 37.

⁹⁰ *Abacat*, párr. 358 y ss.

⁹¹ *Ibidem*, párr. 358.

⁹² *Ídem*.

de intercambio hechas por Argentina en la reestructuración de su deuda se dirigieron individualmente a los tenedores de bonos y no a los suscriptores.⁹³ Se llegó a la conclusión de que “derechos sobre bonos y sobre valores, todos ellos forman parte de una única e idéntica operación económica y solo tienen sentido considerados conjuntamente.”⁹⁴

El Tribunal en *Ambiente Ufficio* siguió el mismo enfoque.⁹⁵ Secundó el razonamiento de *Abacat* e invocó una doctrina de *unidad general de una operación de inversión* que infirió de la jurisprudencia existente.⁹⁶ Llegó a la conclusión de que la operación se había:

...caracterizado correctamente (...) como los préstamos totales mediante los cuales la Demandada financió sus necesidades presupuestarias respecto de cuya inversión cada Demandante tenía una participación proporcional (...). Intentar separar los bonos y los derechos sobre títulos en operaciones diferentes, sólo en líneas generales e indirectamente vinculadas, ignoraría las realidades económicas y la propia función del proceso de emisión de bonos.⁹⁷

Los disentimientos correspondientes rechazan expresamente la hipótesis de una unidad económica.⁹⁸ Más bien, distinguieron entre las transacciones legales individuales, especialmente entre la emisión del bono y la compra de los derechos sobre el mismo.⁹⁹ Señalaron el hecho de que el suscriptor asume el riesgo de la colocación, y que el precio de compra por los derechos no se le paga al emisor, sino al anterior titular del derecho.¹⁰⁰ A medida que el disidente en *Ambiente Ufficio* declaró “los “bonos” y los “derechos sobre títulos” son “productos financieros” diferentes tanto material como jurídicamente, emitidos en diferentes oportunidades, en diferentes mercados y por *dos personas jurídicas diferentes*.”¹⁰¹

Especialmente este último punto parece sobresalir. En términos generales, no hay nada extraño en una operación económica que comprenda una serie de actos jurídicos. En la mayoría de las demarcaciones territoriales, incluso una simple compra de tierras implica más que un solo acto jurídico, ni mencionar el establecimiento de un negocio. Tampoco es inusual que estos actos jurídicos estén desconectados en tiempo y espacio. Sin embargo, lo que es, ciertamente, digno de mención en el caso de los bonos es la mirada de actores que normalmente no tienen conexión estrecha entre sí. El prestatario sólo se encuentra activo al principio, cuando el bono se emite en el mercado primario. Una

⁹³ *Ibidem*, párr. 360.

⁹⁴ *Ibidem*, párr. 359.

⁹⁵ *Ambiente Ufficio*, párr. 327, 422 y ss.

⁹⁶ *Ibidem*, párr. 422 y ss.

⁹⁷ *Ibidem*, párr. 425.

⁹⁸ *Abacat*, Voto Disidente, párr. 69 y ss.; *Ambiente Ufficio*, Voto Disidente, párr. 151 y ss.

⁹⁹ *Ídem*.

¹⁰⁰ *Ídem*.

¹⁰¹ *Ambiente Ufficio*, Voto Disidente, párr. 155.

Bonos soberanos bajo el CIADI

Carlo Scheiternig

vez que se dispersa, se negocia de forma independiente. El emisor responde a la deuda, independientemente de la persona con derecho sobre la misma. Especialmente en bonos de larga vigencia, es decir, el derecho sobre los mismos puede cambiar de manos varias veces antes de su madurez.

Pero, ¿Esto prohíbe una evaluación integral de los negocios jurídicos como una unidad económica? El propio Convenio del CIADI no garantiza tal conclusión. Únicamente establece que debe existir una controversia jurídica entre el demandante y el demandado que surja directamente de una inversión. No requiere ningún vínculo personal más allá de la existencia de un desacuerdo con respecto a una inversión. Nada estipula además de cómo un demandante debe haber adquirido los pretendidos derechos en la inversión. No hay nada que sugiera que un potencial demandante deba haber hecho la inversión en controversia *in personam*.¹⁰² Los fondos obligados con base en la inversión no deben venir directamente del bolsillo del demandante. De lo contrario, cualquier transferencia de una inversión resultaría en la pérdida de protección derivada del Convenio del CIADI.

Esto está en consonancia con el objeto y fin del Convenio del CIADI. Si se quiere estimular la inversión internacional, el Convenio del CIADI debe cubrir toda la operación económica y no sólo la asignación inicial de fondos por parte de un extranjero. La protección de una inversión se vuelve discutible si se desvanece después de realizada. Si el inversionista teme perder su inversión en el futuro, podría no hacerla en el primer lugar. El mismo razonamiento aplica cuando la inversión es negociable. Si los activos son poco atractivos en el mercado secundario debido a su exposición al riesgo soberano, su protección en el mercado primario no ayuda mucho. Los actores del mercado primario se abstendrían de hacer la inversión en el primer lugar si no están seguros de poderla monetizar adecuadamente.

Además, una vez más sería inconsistente con la práctica relativa a las acciones si se tuviera que dividir los bonos en su emisión y su negociación en el mercado secundario. Las acciones también se negocian en mercados secundarios y por lo tanto pueden cambiar de manos con frecuencia. El precio de compra tampoco fluye hacia la empresa emisora, sino al titular anterior. Si la tenencia de bonos se divide en su emisión, en el mercado primario y en las operaciones posteriores en el mercado secundario, se podría solicitar lo mismo con respecto a la tenencia de acciones. La emisión de las acciones podría ser separada de su compra. Sin embargo, esto no es lo que hacen los tribunales. Y por el bien de la coherencia, no deberían hacer lo mismo con respecto a los bonos.

3) *Análisis*

Entonces, ¿Califican los bonos y los derechos en ellos consagrados como inversiones en términos del artículo 25(1) Convenio del CIADI? Para los tribunales siguiendo el enfoque

¹⁰² Véase también, en ese sentido *Amco Asia Corp. v. la República de Indonesia*, Caso CIADI No. ARB/81/I, Laudo sobre Jurisdicción, párr. 31/32.

subjetivo la respuesta depende en gran medida del instrumento jurídico subyacente que en la mayoría de los casos es un tratado de inversión. Si el instrumento jurídico subyacente cubre instrumentos financieros tales como los bonos, entonces el Tribunal se declarará competente sobre el caso. Según lo declarado por el Tribunal en *Ambiente Ufficio*:

[E]l Tribunal no encuentra ninguna razón por la cual los bonos soberanos/derechos sobre títulos deberían ser excluidos de la jurisdicción del Centro y, en ese caso, de la competencia de este Tribunal, si y en la medida en que existan pruebas de que los Estados Parte (...) consideraron a aquellos como inversiones posibles de ser protegidas.¹⁰³

Pero también es posible que los tribunales que emplean el enfoque objetivo acepten los bonos como inversiones en términos del artículo 25(1) Convenio del CIADI, independientemente del número de criterios *Salini* que apliquen.

La aportación es el dinero pagado en el mercado primario a cambio de la emisión del bono. Éste es el dinero que constituye la inversión y es también la fuente tentativa de utilidades. Lo principal del bono es el monto base para el cálculo de los intereses y es la cantidad que debe reembolsarse al vencimiento. Desde la perspectiva del Estado emisor, éste es el flujo de capital que importa, ya que es el único que recibe directamente. Los precios de compra pagados en el mercado secundario sólo sirven para adquirir los derechos del bono. Ni cambian los términos del bono, ni afectan a la entidad emisora. Incluso si se transfieren de forma gratuita, por ejemplo, a través de una sucesión testamentaria, los términos del bono siguen siendo los mismos. Es por lo tanto el capital inherente al bono, el que debe ser objeto de protección de inversión y no el dinero pagado para adquirir el derecho del bono. Esto tampoco plantea ningún problema con respecto a la postura de los demandantes. Ya se estableció anteriormente que el Convenio del CIADI no requiere que la inversión se realice *in personam*. Los Tribunales en *Abaclat* y *Ambiente Ufficio*, sin embargo, siguieron un enfoque diferente. Consideraron el monto total del dinero pagado por los tenedores de bonos individuales en el mercado secundario como constitutivo de la inversión.¹⁰⁴

El requisito de duración por lo general habrá de considerarse como cumplimentado, aún cuando no existe una duración mínima a la que todos los tribunales se adhieran. Los bonos sirven para acumular capital a medio y largo plazo, mientras que el capital a corto plazo se acumula a través de operaciones de mercado monetario. Los bonos tienen, por definición, un vencimiento de por lo menos un año, pero generalmente lo tienen por más tiempo. El tiempo de retención de los tenedores de bonos individuales no es referencia ya que los fondos son aportados al soberano emisor durante todo el tiempo hasta el vencimiento y no sólo por el tiempo durante el cual los tenedores de bonos demandantes han retenido los mismos. Una vez más, la operación de bonos debe ser vista en su totalidad y no se puede reducir a la compra del derecho individual. La circulación de los bonos en los

¹⁰³ *Ambiente Ufficio*, párr. 472.

¹⁰⁴ *Abaclat*, párr. 366; *Ambiente Ufficio*, párr. 394.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

mercados financieros es independiente de su duración efectiva. Este es el principal futuro de la estructura de bonos moderna.

El principal riesgo asociado a la deuda soberana es la posible incapacidad o falta de voluntad del soberano para pagar de manera regular los intereses o de devolver la cantidad principal al vencimiento del bono. La probabilidad percibida de tal evento crediticio se refleja normalmente en la tasa de interés a pagar. Otros riesgos son los posibles cambios en el régimen fiscal aplicable o las fluctuaciones de la moneda en que están denominadas las tasas de interés y/o la cantidad principal. Estos riesgos serán aceptados por la mayoría de los tribunales. Sin embargo, para los tribunales que requieren la presencia de un riesgo de inversión especial que vaya más allá de los riesgos comerciales ordinarios, lo más probable es que lo anterior no satisfaga el requisito. Al proporcionar fondos a un soberano, los prestamistas no asumen ningún riesgo específico en relación con la aplicación de esos fondos. Además, sería casi imposible relacionar los fondos con cualquier uso particular, así como evaluar el éxito financiero de la inversión.

La contribución de los bonos soberanos en el desarrollo económico del Estado receptor se pone en duda, en tanto difieren de las inversiones extranjeras directas que algunos consideran el “tipo ideal” de inversión para efectos del CIADI.¹⁰⁵ Y, ciertamente, el impacto económico de la inversión extranjera directa es más visible. Pero eso no quiere decir que otras formas de inversión no puedan también contribuir al desarrollo económico. Los fondos proporcionados a los soberanos pueden, por ejemplo, ser utilizados para mejorar la infraestructura y el sistema educativo. La ayuda estatal puede ser otorgada para construir industrias nacientes, o amortiguar temporalmente las crisis económicas. Incluso los gastos militares, a menudo considerados como un ejemplo negativo de gasto gubernamental, pueden beneficiar a la economía si se utiliza para proteger las rutas comerciales importantes. En ese sentido, no hace ninguna diferencia si el capital obtenido a través de bonos se dedica específicamente a uno de estos propósitos, o si, simplemente, entra en el presupuesto general del Estado receptor. A través de la planificación presupuestaria, los Estados evalúan y asignan los fondos disponibles. Cuanto menos dinero disponible, menos dinero se puede utilizar para propósitos económicamente beneficiosos. La disponibilidad de fondos externos, por sí misma, contribuye al desarrollo económico del Estado receptor. Es además irrelevante si el instrumento financiero utilizado para reunir el capital permite su negociación en el mercado secundario. Lo importante es la disponibilidad de los fondos para el soberano. Si acaso, la comerciabilidad aumenta el atractivo de los bonos del Estado en los mercados primarios, y por lo tanto disminuye el costo de los préstamos. No es, por tanto, irrelevante para los Estados extender la protección de inversiones a los instrumentos financieros negociables, como los bonos.

Por último, el requisito del beneficio regular y retorno también será satisfecho en la mayoría de los casos, ya que los bonos ofrecen pago anual o semestral de intereses. Resulta, además, difícil pensar en casos en los que se expida o se negocie, en mala fe, un bono.

¹⁰⁵ Abaclar, Voto Disidente, párr. 55.

C. LOS BONOS COMO INVERSIONES EN LOS TRATADOS DE INVERSIÓN

En la mayoría de los casos, el instrumento jurídico que atribuye competencia al CIADI será un tratado de inversión. La calificación de los bonos como inversiones protegidas bajo un tratado de este tipo, depende en gran medida de su redacción, cuestión que no se puede responder en abstracto. Sin embargo, una cuestión que pueda surgir con respecto a demandas de tenedores de bonos es, de nuevo, la existencia de un nexo territorial.

1) *El requisito de territorialidad en los tratados de inversión*

A diferencia del Convenio del CIADI, muchos tratados de inversión contienen referencias expresas al territorio del Estado demandado, al requerir que la inversión deba hacerse en el mismo. Por lo tanto, la cuestión clave no es si hay un requisito de territorialidad, sino lo que se necesita para satisfacerlo. Esto vuelve a ser una cuestión de interpretación. Como se señaló anteriormente, el objeto y fin de los tratados de inversión es la construcción de una confianza mutua entre los Estados contratantes para estimular los flujos de capital entre ellos. Así que a diferencia del Convenio del CIADI, los tratados de inversión tratan de flujos de capital específicos hacia países determinados. Por lo tanto, las referencias territoriales en esos tratados pueden y deben ser interpretadas de modo que se requiera que una inversión cause un flujo de capital al territorio del Estado demandado para que resulte amparada por la protección de inversión.

Sin embargo, este requisito no debe interpretarse de forma restrictiva, exigiendo la materialización directa y física de la inversión dentro del territorio del Estado receptor. Como se señaló anteriormente, los tipos de inversión no materializables, como los bonos, pueden contribuir de igual manera al desarrollo económico. Su negociabilidad beneficia por demás al Estado. Con respecto a los tratados de inversión, sería particularmente extraño el excluir a ciertos tipos de inversiones por falta de un nexo territorial, mientras se incluyen en la lista ilustrativa de inversiones protegidas del tratado. Si un tratado de inversión cubre bonos, el requisito de territorialidad debe interpretarse en este sentido. De lo contrario, su protección sería discutible y esto, a su vez, violaría el principio interpretativo de la eficacia. O como Schreuer dijo:

Mientras el documento que proporciona la base del consentimiento se refiere a la inversión en el territorio de un Estado, un cierto grado de flexibilidad es pertinente. No todas las actividades de inversión se encuentran físicamente en el Estado receptor. Esto es particularmente cierto en cuanto a los instrumentos financieros. (...) Si un tratado incluye préstamos y títulos de crédito en su definición de inversión, sería irreal exigir presencia física en o la transferencia de fondos al Estado receptor (...) En casos que implican obligaciones financieras, la piedra de toque de la inversión a menudo se puede determinar por

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

referencia al deudor y su ubicación. De esta manera los instrumentos financieros emitidos por los Estados tienen su *situs* en ese Estado.¹⁰⁶

Este último punto podría ser la razón por la cual los doctrinarios que abogan por una interpretación estricta insisten en que el requisito de territorialidad pertenezca a la noción de inversión del Convenio del CIADI. Puede sólo limitar de manera creíble la competencia de un tribunal CIADI si forma parte de los límites exteriores del Convenio del CIADI.

Con base en las consideraciones anteriores, la cuestión de si se cumple el requisito de territorialidad depende en gran medida de si la emisión del bono y las compras en el mercado secundario se consideran como transacciones individuales, o como una unidad económica. Si se tratan por separado, es poco probable que el requisito de nexo territorial se encuentre. La compra de los derechos de los bonos en sí misma tiene muy poca o ninguna relación con el territorio del Estado demandado. Los derechos no tienen, por lo general, una ubicación física y su negociación puede tener lugar en cualquier jurisdicción o, en el caso de los Eurobonos, de ninguna jurisdicción. Los bonos mismos se rigen principalmente por la legislación de uno de los principales centros financieros y se someten a los tribunales respectivos. Las compras en el mercado secundario pueden realizarse en cualquier moneda y las ganancias no van al Estado de emisión, sino para el vendedor y los intermediarios.¹⁰⁷

Los tribunales que entienden la emisión de bonos y su posterior negociación en mercados secundarios como una unidad económica no verán a los derechos del título-valor individualmente, sino más bien evaluarán la operación de inversión en su totalidad.¹⁰⁸ Los bonos, por tanto, se entienden esencialmente como préstamos.¹⁰⁹ El criterio decisivo para establecer el nexo territorial es, en consecuencia, la ubicación del último beneficiario del capital obtenido.¹¹⁰ Como el Tribunal de *Abaclat* propuso:

Con respecto a las inversiones puramente financieras, esos criterios deben consistir en el lugar y/o el beneficiario de la utilización final de los fondos, y no en el lugar en que los fondos se hayan pagado o transferido. Por lo tanto, la cuestión pertinente consiste en establecer si, en última instancia, los fondos invertidos se pusieron a disposición del Estado receptor y si respaldaron el desarrollo económico de este último.¹¹¹

Bajo este método de evaluación, los bonos soberanos cumplirán generalmente con el requisito de territorialidad. El capital obtenido a través de la emisión de un bono fluye

¹⁰⁶ Schreuer, Op. Cit., nota 20, artículo 25, párr. 197/198

¹⁰⁷ Véase también *Abaclat*, Voto Disidente, párr. 80 y ss.

¹⁰⁸ *Abaclat*, párr. 377/378; *Ambiente Ufficio*, párr. 500.

¹⁰⁹ Ídem.

¹¹⁰ Ídem.

¹¹¹ *Abaclat*, párr. 374.

directamente al Estado deudor que, por su propia naturaleza, es el cuerpo legal de su territorio. Por lo tanto, las inversiones que generan fondos disponibles para los Estados deudores deben considerarse como realizadas dentro de su territorio.

Como ya se ha señalado anteriormente, el método integral es preferible. Las transacciones en mercados primarios y secundarios son inseparables desde un punto de vista económico. Resulta útil recordar que bajo la actual estructura de bonos, la obligación del emisor de los mismos está representada en su totalidad por el título global, mientras que los derechos del título-valor representan únicamente los derechos individuales en el mismo. El título está incompleto, ya que sólo muestra el deudor y su deuda, pero no los actuales acreedores. Su trato como un instrumento financiero autónomo casi inevitablemente requerirá considerar al banco depositario, como tenedor físico del título global, como el beneficiario efectivo de toda la deuda. Pero no es así como el título global está diseñado para funcionar. Los derechos sobre el valor, en sí mismos, también están incompletos, ya que sólo representan los derechos de los acreedores individuales, pero no a lo que ellos tienen derecho, es decir, la deuda. Considerados aisladamente, son prácticamente inútiles. A fin de reflejar adecuadamente la realidad jurídica y económica, por lo tanto, se debe observar el bono como una totalidad y evaluar el nexo territorial pertinentemente.

2) *¿La territorialidad como una cuestión de Derecho Internacional Privado?*

Además del análisis anterior, se debe mencionar otra forma de requisito de territorialidad propuesto en la literatura académica. Se ha sugerido que los derechos de propiedad protegidos por un tratado de inversión deben ser interpretados exclusivamente según las leyes del Estado receptor.¹¹² Por lo tanto, la inversión en juego debe caer bajo la jurisdicción interna del Estado receptor en virtud de sus normas de derecho internacional privado.¹¹³ Esto se encuentra supuestamente garantizado por el requisito de territorialidad en el tratado de inversión.¹¹⁴ Douglas lo resume de la siguiente manera:

La materialización legal de una inversión es la adquisición de la propiedad de un conjunto de derechos que tienen las características de una o más de las categorías de inversión definidas por el tratado de inversión aplicable cuando tal propiedad se encuentre situada en el territorio del Estado receptor o reconocida, por las normas de derecho internacional privado del Estado receptor, para situarla en el Estado receptor o cuando sea creada por el derecho interno del Estado receptor.¹¹⁵

¹¹² Douglas, Op. Cit., nota 60, párr. 101 y ss. y 347 y ss.

¹¹³ Ibidem, párr. 349 y ss.

¹¹⁴ Ibidem, párr. 109

¹¹⁵ Ibidem, Regla 22.

Bonos soberanos bajo el CIADI
Carlo Scheiternig

Incluso en los casos en los que el tratado de inversión aplicable enlista expresamente a los bonos como inversiones protegidas, un tribunal siguiendo este enfoque, muy probablemente, habrá de declinar su competencia sobre disputas relacionadas con bonos. Los instrumentos jurídicos subyacentes a una emisión de bonos, especialmente el título global representativo de la deuda, son generalmente —aunque no siempre¹¹⁶— sometidos a la jurisdicción de importantes centros financieros, tales como Londres, Nueva York, Zúrich o Frankfurt. Si accidentalmente el emisor del bono no es el soberano de la ley elegida para gobernar ese bono en particular, no habrá vínculo competencial alguno.

Esto también muestra la debilidad práctica de este enfoque. Cuando la inversión comprende más que la adquisición o reubicación física de los bienes materiales, la localización de una inversión puede llegar a ser un tanto arbitraria. Las inversiones que implican bienes intangibles como los bonos se estructuran a menudo por diversos instrumentos jurídicos que contienen disposiciones de elección de la ley, cada uno de los cuales posiblemente apunte a jurisdicciones diferentes. Puede existir una multiplicidad de territorios, posiblemente ninguno de ellos relacionado con la jurisdicción del territorio donde se encuentra, de hecho, la inversión y las contribuciones asociadas. Las normas de derecho internacional privado, tienen como propósito la delimitación de la competencia las leyes nacionales. Esto a veces puede requerir el uso de una ficción legal. No son, por tanto, siempre suficientes para determinar el nexo territorial de una inversión.

Por otra parte, el tránsito de un requisito de nexo territorial a un requisito de derecho internacional privado suele contradecir al propio tratado de inversión. Los tratados de inversión suelen requerir que la inversión se realice en el territorio del Estado receptor, no que esté comprendida en su jurisdicción. Se puede presumir que los Estados son capaces de distinguir entre la determinación fáctica de donde se hizo una inversión, y la determinación de su sitio legal. Si los Estados Parte de un tratado de inversión hubieran querido incluir un requisito de derecho internacional privado, hubieran podido hacerlo así. Sus intenciones parecen ser diferentes. Parecen estar menos preocupados con las estructuras legales que rodean el capital que con atraer al mismo.

Tampoco hay algo que sugiera que la lista ilustrativa de las inversiones protegidas debe ser interpretada exclusivamente a la luz de la ley del Estado receptor. La lista es parte de un tratado internacional y sus términos deben interpretarse como tal. Es indiscutible que los derechos de propiedad que comprenden la inversión deben existir legalmente y necesariamente deberán tener, por tanto, raíces en algún orden jurídico interno, pero esto no tiene por qué ser forzosamente en el ordenamiento jurídico del Estado receptor. No hay nada ilógico en un tratado de inversión que proteja las inversiones que se rigen por una jurisdicción extranjera, siempre y cuando los beneficios económicos se acumulen para los Estados contratantes.

¹¹⁶ Cabe destacar que el 85,9% de los bonos griegos se regía por la legislación griega antes de la reestructuración, ver Sandrock, *Emerging Issues in International Arbitration: The Case for More Arbitration When Sovereign Debt is to be Re-structured: Greece as an Example*, 23 *American Review of International Arbitration*, p. 507 [513].

III. CONCLUSIÓN

Los bonos soberanos constituyen inversiones en términos del Artículo 25(1) del Convenio del CIADI, con independencia de la definición empleada por el Tribunal. Deben ser entendidos integralmente como instrumentos financieros que no pueden ser divididos con base en su emisión y su subsecuente comercialización en mercados secundarios. Sin embargo, el hecho de que el trámite bajo el CIADI de las controversias de los tenedores de bonos soberanos sea posible no quiere decir que éstas sean deseadas. Los Estados deben ser conscientes de que los bonos soberanos pueden ser tratados como inversiones, en términos del Convenio del CIADI, cuando se sujetaron al arbitraje del CIADI o al considerar cualquier medida de reestructuración para resolver las crisis financieras.