

## Tratados bilaterales de inversión y reestructuración de deudas soberanas

### Bilateral investment treaties and sovereign debt restructurings

Juan Pablo BOHOSLAVSKY\*

**RESUMEN:** De manera creciente los tenedores de deuda soberana recurren a los tratados bilaterales de inversiones (TBIs) para controvertir los acuerdos de reestructuración de deudas soberanas en procesos arbitrales. Este artículo estudia críticamente las implicaciones de este fenómeno desde la perspectiva colectiva de los procesos de reestructuración. Para ello se analiza cómo los TBIs y los estándares referentes a las inversiones extranjeras se están utilizando o podrían utilizarse para resolver las controversias relativas a la deuda soberana, así como los problemas económicos y de derechos humanos que suscita la opción del arbitraje que se derivan del uso de los TBIs para controvertir reestructuraciones de deuda soberana

**PALABRAS CLAVE:** tratados bilaterales de inversiones; deuda pública; arbitrajes; default; procesos de reestructuración.

---

\* Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y Universidad Nacional de Río Negro (Centro Interdisciplinario de Estudios sobre Derechos, Inclusión y Sociedad, CIEDIS). Entre 2014 y 2020 fue Experto Independiente en Deuda y Derechos Humanos de la ONU. Contacto: <juanpablobohos@gmail.com>. Fecha de recepción: 01/12/2022. Fecha de aprobación: 15/06/2022.

**ABSTRACT:** More and more sovereign debt holders are resorting to bilateral investment treaties (BITs) to challenge sovereign debt restructurings agreements in arbitration processes. This article critically studies the implications of this phenomenon from the collective perspective of the debt restructurings processes. To this purpose this article studies how BITs and standards referring to foreign investments are being used or could be used to solve disputed regarding public debt, as well as the economic and human rights problems that the arbitration option implies from using BITs to challenge sovereign debt restructurings.

**KEYWORDS:** bilateral investment treaties; public debt; arbitration; default; restructurings agreements.

## I. INTRODUCCIÓN.

### DEUDA SOBERANA Y PROCESOS CONCURSALES COLECTIVOS

**A**l día de hoy no existe un mecanismo comprensivo de reestructuración de deudas soberanas con lo que –al igual que ha sucedido con cientos de crisis de deudas previas–, los acreedores procuran, de manera descoordinada, cobrar todas sus deudas, aún a expensas de los objetivos colectivos que implican los procesos concursales: asegurar la paridad entre los acreedores y procurar un acuerdo sustentable que proteja la dignidad del deudor. Uno de los foros mediante el cual los acreedores privados están procurando, de manera creciente, proteger sus créditos, son los arbitrajes establecidos en los tratados bilaterales de inversión (TBIs).

En este se estudia la utilización del arbitraje en materia de inversión extranjera directa (IED) para hacer cumplir los pagos de la deuda soberana en el contexto de reestructuraciones de deuda. La pregunta central que se intenta responder es si el arbitraje en materia de IED resulta una opción idónea para resolver las controversias en el contexto de las reestructuraciones de deuda soberana.

En caso de cesación de pagos, los Estados deben determinar cómo han de gestionar el pago de la deuda velando al mismo tiempo por que se respeten los derechos humanos de sus poblaciones. Habida cuenta de que sus recursos son limitados, los Estados pueden dar total prioridad al pago de la deuda y destinar menos fondos, por ejemplo, a los servicios públicos, o intentar seguir prestando servicios públicos sin reembolsar completamente sus deudas. Ambos enfoques inciden, de modo dispar, en la capacidad del Estado de respetar, proteger y cumplir sus obligaciones en materia de derechos humanos. Obviamente, ninguna de las dos opciones se aplica en términos absolutos: los Estados no repudian de forma unilateral y completa sus deudas a consecuencia de graves dificultades económicas, y aquellos que están

dispuestos a pedir a su población que haga un gran sacrificio a fin de pagar la deuda habitualmente se esfuerzan, en mayor o menor medida, por proteger a su población de los daños derivados de las medidas austeridad y ajuste.

Lo que se advierte en la práctica es que la insolvencia o iliquidez de un Estado suele dar lugar a negociaciones entre deudores y acreedores, quienes a la postre deben ponerse de acuerdo sobre el ámbito o alcance de la reducción o reprogramación de la deuda y las condiciones de las reformas económicas tendientes a asegurar la capacidad de pago. Si bien restaurar la sostenibilidad de la deuda soberana es de primordial importancia, tratar a los acreedores de forma arbitraria o dejar de lado los derechos humanos de la población no pueden considerarse opciones legítimas<sup>1</sup>. Por su parte, es muy amplia la gama de conductas abusivas, discriminatorias o de mala fe en que pueden incurrir tanto deudores y como acreedores, sea antes, durante y después de las cesaciones de pago. En situaciones dinámicas como esas, el cumplimiento de manera equilibrada de todas las normas jurídicas aplicables es una tarea compleja y delicada.

El problema típico en este contexto puede describirse de la siguiente manera: si no todos los acreedores se ponen de acuerdo en los términos de la reestructuración de la deuda que el Estado deudor procura implementar, algunos pueden resistirse, con el objetivo de lograr un resultado más beneficioso en el futuro. Los acreedores disidentes pueden retardar significativamente el proceso de reestructuración de la deuda soberana. Mientras la deuda está pendiente de pago, resulta difícil para los Estados lograr acceso a los mercados y es también probable que la pérdida de confianza en la capacidad de los Estados de reembolsar la deuda y superar la crisis financiera lleve a la fuga de capitales. Por ende, las

---

<sup>1</sup> Véase BOHOSLAVSKY, Juan Pablo y GOLDMANN, Matthias, “An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law”, *Yale Journal of International Law*, vol. 41, núm. 2, 2016, y UN Doc. A/70/275.

demoras más prolongadas pueden dar lugar a crisis económicas y financieras más graves y a la postre hacer necesarios mayores recortes. De esa forma, los acreedores disidentes pueden afectar significativamente una reestructuración de la deuda soberana que redundaría en beneficio general. Los riesgos de que los procesos de reestructuración de la deuda se prolonguen en el tiempo, con resultados imprevisibles, han generado un mercado para los fondos especulativos de cobertura que buscan sacar provecho de la situación comprando deuda pendiente de pago con un descuento importante a tenedores de bonos de dudosa solvencia (*distressed*) antes de intentar hacer cumplir las cláusulas del instrumento a fin de lograr un máximo de rendimiento (los llamados fondos buitres)<sup>2</sup>.

Habida cuenta del vacío jurídico e institucional existente en este ámbito, y en particular la intensa actividad de los fondos buitre en los mercados de deuda soberana, en los últimos años los acreedores han venido estudiando foros alternativos para proteger sus derechos contractuales. Una de estas opciones ha consistido en someter las controversias relativas a la deuda al arbitraje internacional al amparo de los TBIs<sup>3</sup>. En términos más simples: en el contexto de las crisis de la deuda, los acreedores invocan la regulación sobre protección de las inversiones extranjeras para prote-

---

<sup>2</sup> Véase la resolución 27/30 del Consejo de Derechos Humanos, A/HRC/14/21 y A/HRC/33/54.

<sup>3</sup> Desde 2005, los acreedores han presentado cuatro reclamaciones ante tribunales de arbitraje en materia de inversiones para intentar hacer cumplir las cláusulas de los bonos soberanos (*Abaclat y otros c. República Argentina*, caso CIADI núm. ARB/07/5, decisión sobre jurisdicción y admisibilidad, 4 de agosto de 2011, *Ambiente Ufficio y otros v República Argentina*, caso CIADI núm. ARB/08/9, decisión sobre jurisdicción y admisibilidad, 8 de febrero de 2013; *Alemanni y otros c. República Argentina*, caso CIADI núm. ARB/07/8, decisión sobre jurisdicción y admisibilidad, 17 de noviembre de 2014; y *Poštová banka, a.s. and Istrokapital S.E. v. Hellenic Republic*, caso CIADI núm. ARB/13/8, laudo de 9 de abril de 2015).

ger su derecho a ser reembolsados con arreglo a la cual presentan reclamaciones al arbitraje internacional. Lo que a primera vista podría considerarse una solución práctica puede efectivamente ser una alternativa muy problemática desde un punto de vista de derechos humanos y sostenibilidad de la deuda.

La presentación simultánea de un Estado ante los regímenes internacionales -de derechos humanos y de inversiones extranjeras- puede generar un dilema para los gobiernos, que se hace tangible cuando se presentan reclamaciones en esos dos frentes: o el Estado es responsable por no haber adoptado las medidas requeridas por las convenciones de derechos humanos, o puede dar prioridad a las obligaciones relativas a los derechos humanos, afectando así los intereses de los inversores. Hasta cierto punto, este dilema se ve exacerbado por la práctica habitual de los tribunales arbitrales encargados de interpretar y aplicar los TBIs: dichos tribunales consideran que los TBIs prevalecen siempre y solo en fecha reciente han reconocido, en algunas de sus decisiones, el posible papel (aunque marginal) del derecho de los derechos humanos<sup>4</sup>. Esta disociación ha llevado a que se calificaran determinadas medidas regulatorias nacionales dirigidas a proteger los derechos humanos como violaciones de los TBIs. Los tribunales de arbitraje en materia de inversiones han dictado severos laudos

---

<sup>4</sup> Véase la declaración del tribunal en *CMS Gas Transmission Company c. República Argentina*, caso CIADI núm. ARB/01/8, laudo del 12 de mayo de 2005. La Argentina procuró basarse en el rango constitucional de los tratados de derechos humanos en su Constitución para justificar su aplicación en la controversia. En el párrafo 121, el tribunal sostuvo que no se han de afectar los derechos humanos fundamentales al examinar las cuestiones contempladas por las partes. Véase también *Bernhard von Pezold c. República de Zimbabwe*, caso CIADI núm. ARB/10/15, 28 de julio de 2015, resolución procesal núm. 2, 26 de junio de 2012, en la que el tribunal rechazó la petición de *amicus curiae*, sosteniendo que los derechos de los indígenas no eran pertinentes a la reclamación, antes de basarse en la prohibición de la discriminación racial a favor del inversor extranjero.

contra Estados, lo que, a su vez, perjudica aún más la ya maltrecha situación fiscal de Estados que atraviesan dificultades financieras<sup>5</sup>.

Este artículo se divide en cuatro Secciones. Luego de esta introducción, en la Sección II se analiza cómo los TBIs y los estándares referentes a la inversión se están utilizando o podrían utilizarse para resolver las controversias relativas a la deuda soberana, destacando su disfuncionalidad para afrontar las consecuencias más amplias de las reestructuraciones de la deuda soberana. En la Sección III se examina la problemática que suscita la opción del arbitraje, desde la perspectiva económica y desde un enfoque de derechos humanos, centrando la atención en las consecuencias adversas derivadas del uso de los TBIs para resolver disputas en materia de reestructuraciones de la deuda. En la Sección IV se presentan las principales conclusiones.

## II. SOBRE LOS ESTÁNDARES DE PROTECCIÓN DE LOS TBIS Y LA DEUDA SOBERANA

Los acreedores disidentes han intentado, en los últimos años, utilizar el arbitraje en materia de inversiones directas para exigir el cumplimiento de las condiciones de sus instrumentos de deuda soberana. Aunque ya existían laudos en los que transacciones

---

<sup>5</sup> Véase *Saur International S.A. c. República Argentina*, Caso CIADI núm. ARB/04/4, Decisión sobre Jurisdicción y Admisibilidad, 6 de junio de 2012; *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A c. República Argentina*, caso CIADI núm. ARB/03/19, decisión sobre responsabilidad, 30 de julio de 2010. Véase también BOHOSLAVSKY, Juan Pablo y JUSTO, Juan, “The conventionality control of investment arbitrations: enhancing coherence through dialogue”, *Transnational Dispute Management*, vol. 10, núm. 1, 2013. Acerca de la cuestión más general de la creciente pérdida de espacio normativo en los últimos 15 años a raíz de acuerdos de libre comercio y tratados bilaterales de inversión, véase Rick Rowden, “The case for policy space”, *The Mint*, Issue 2, junio de 2017.

financieras puras recibían la calificación de inversiones<sup>6</sup>, la principal jurisprudencia se deriva de las crisis de la deuda soberana de la Argentina correspondiente al periodo 2002-2015<sup>7</sup>. Estas decisiones parecen sintetizar la idea de que la utilización arbitraria por los Estados de su poder soberano para cambiar las condiciones de sus obligaciones financieras respecto de los acreedores puede constituir una violación de disposiciones convencionales<sup>8</sup>.

Sin embargo, es necesario comprender plenamente quién modifica esas condiciones contractuales y de qué manera y por qué motivos lo hace. Por lo tanto, resulta decepcionante constatar que, en esas decisiones, que tienen múltiples ramificaciones, no se ha tenido en cuenta si ha habido una mayoría calificada de acreedores que esté de acuerdo con las nuevas condiciones de la deuda reestructurada. Como han sido decisiones sobre competencia más que sobre el fondo (aunque una vez que se ha determinado la competencia, algunas reclamaciones se han resuelto), se ha perdido la oportunidad de comprobar si el tribunal arbitral habría estado dispuesto a considerar si su decisión dejaba suficiente margen fiscal para que el Estado prestatario cumpliera las

---

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo, *Fedax N.V. c. República de Venezuela*, caso CIADI núm. ARB/96/3, decisión sobre objeciones a la jurisdicción, 11 de julio de 1997; *Ceskoslovenska Obchodni Banka c. República Eslovaca*, caso CIADI núm. ARB/97/4, decisión sobre objeciones a la jurisdicción, 24 de mayo de 1999 y 1 de diciembre de 2000.

<sup>7</sup> Véanse *Alemanni y otros c. República Argentina; Ambiente Ufficio y otros c. República Argentina*; y *Abaclat y otros c. República Argentina*. Aunque los bonos soberanos se compraron en el mercado secundario, se estableció una conexión territorial porque, para que los instrumentos financieros estén presentes en el territorio, los fondos solo tienen que ponerse a disposición del Estado receptor (véase también la nota 13).

<sup>8</sup> BROWER, Charles y GOETZ-CHARLIER, Alexandra, “International investment arbitration and the global financial system: are they ‘yin’ and ‘yang’ or like oil and water?” en TAMS, Christian *et al* (eds.), *International Investment Law and the Global Financial Architecture*, Elgar Ed., 2017 (cap. 2).

obligaciones de derechos humanos que le incumben con respecto a su población. En todo caso, esas decisiones sobre competencia pueden alentar a los acreedores disidentes a no participar en procesos de reestructuración de la deuda, y a reclamar en su lugar el pago íntegro mediante la interposición de demandas contra los deudores soberanos ante tribunales de arbitraje. Las decisiones han sentado precedentes desafortunados que no tienen en cuenta intereses más amplios, permitiendo que acreedores minoritarios cuestionen en procesos de arbitraje sobre inversiones acuerdos de reestructuración de la deuda acordados por mayorías calificadas de acreedores<sup>9</sup>.

Por otra parte, en el caso *Poštová Banka c. Grecia* (2015), el tribunal sostuvo que los bonos soberanos no estaban comprendidos en el ámbito del TBI entre Eslovaquia y Grecia, basándose en el argumento principal de que la deuda soberana controvertida no entraba dentro de la definición de inversión prevista en el tratado<sup>10</sup>. Como resultado de ello, el tribunal consideró que no era competente para conocer de la reclamación. En comparación con las decisiones relativas a la Argentina que se describen en el párrafo anterior, la forma un tanto ambivalente en que los árbitros sobre inversiones se ocuparon de las reclamaciones contra Grecia es instructiva, ya que es un ejemplo de lo lejos que puede llegar la incoherencia en el arbitraje en materia de inversiones.

En cualquier caso, estas decisiones son testimonio de la ampliación del alcance del arbitraje sobre inversiones y del modo en que los árbitros pueden interpretar con gran amplitud los términos que figuran en los TBIs, e imponer, de este modo, importantes límites a las decisiones de política fiscal y financiera adoptadas por los Estados. Dado que los tribunales mencionados anteriormente parecen ignorar el contexto más amplio en que opera la

---

<sup>9</sup> Suescun de ROA, Felipe, “Investor-state arbitration in sovereign debt restructuring: the role of holdouts”, *Journal of International Arbitration*, vol. 30, núm. 2, 2013.

<sup>10</sup> Caso CIADI núm. ARB/13/8, laudo, 9 de abril de 2015.

deuda soberana, los laudos también demuestran que el arbitraje sobre inversiones no suele tener en cuenta consideraciones que vayan más allá de la estricta protección de las inversiones.

Si se establece la competencia, las controversias sobre la deuda soberana pueden dar lugar a posibles responsabilidades en virtud de los estándares de protección de las inversiones. Hasta ahora, ningún laudo sobre inversiones ha abordado esos estándares, por lo que no resulta claro qué enfoque podría adoptarse. No obstante, a continuación se abordan algunas de las posibles interpretaciones de esos mismos estándares.

En virtud de la cláusula de la nación más favorecida y las cláusulas de trato nacional incluidas en los TBIs, un Estado receptor no puede establecer discriminaciones entre diferentes inversores extranjeros ni entre los inversores extranjeros y nacionales. Como consecuencia de ello, las cláusulas de trato nacional podrían obligar al Estado emisor de los bonos a conceder a los tenedores de bonos extranjeros un trato no menos favorable que a los tenedores de bonos nacionales. La norma de la nación más favorecida podría obligar al emisor de los bonos a permitir que los tenedores de bonos extranjeros se beneficiaran del trato más favorable concedido a los tenedores de bonos de terceros países<sup>11</sup>. Ello puede resultar problemático, puesto que los tenedores de bonos nacionales, en ocasiones, pueden recibir mejor trato que los inversores extranjeros, a fin de aumentar la liquidez de la economía nacional e impedir la fuga de divisas<sup>12</sup>. Por lo tanto, puede generarse res-

---

<sup>11</sup> Véase WAIBEL, Michael, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011.

<sup>12</sup> GALLAGHER, Kevin, “International Investment Agreements and Sovereign Debt Restructuring – Mission Creep” en Kavaljit Singh y Burghard Ilge (eds.), *Rethinking Bilateral Investment Treaties. Critical Issues and Policy Choices*, 2016, Both Ends, Amsterdam, pp. 201-9; GELPERN, Anna y SETSER, Brad, “Domestic and external debt: the doomed quest for equal treatment”, *Georgetown Journal of International Law*, vol. 35, núm. 4, 2004; y UNCTAD,

ponsabilidad aún en el caso de TBIs provistos de anexos que limitan las controversias a esos estándares.

Las cláusulas de expropiación de los TBIs impiden a los Estados apropiarse de los bienes de un inversor extranjero, ya sea directa o indirectamente, para fines públicos sin conceder una indemnización. Se podría sostener que el intercambio de bonos da lugar a una expropiación indirecta, debido a la reducción de su valor, o interfiere en las expectativas legítimas del inversor de obtener un pago. En particular, los acuerdos del tipo “tómelo o déjelo” pueden entrañar privaciones sustanciales<sup>13</sup>. La cuestión de si los derechos contractuales están sujetos a expropiación sigue abierta. Por consiguiente, establecer que la reestructuración de la deuda soberana tiene una finalidad pública puede ser difícil si se considera una transacción comercial, como los paneles de arbitraje han dictaminado en ocasiones<sup>14</sup>. En cambio, los actos del Estado están sujetos a reclamaciones por expropiación.

Los intercambios de deuda soberana podrían violar el estándar de trato justo y equitativo debido a que el canje socava la estabilidad del marco jurídico del Estado receptor y podría vulnerar igualmente las expectativas legítimas de los acreedores. La reestructuración de la deuda soberana también podría carecer del grado necesario de transparencia. Si se usa el enfoque “tómelo o déjelo”, puede que se incumplan las debidas garantías procesales

---

IIA Issues Note No. 2 “Sovereign debt restructuring and international investment agreements”, julio de 2011.

<sup>13</sup> Véase WIRTZ, Alison, “Bilateral investment treaties, holdout investors, and their impact on Grenada’s sovereign debt crisis”, *Chicago Journal of International Law*, vol. 16, núm. 1, 2015.

<sup>14</sup> Véase JUNG, Youngjin y HAN, Sangwook Daniel, “Sovereign debt restructuring under the investor-state dispute regime”, *Journal of International Arbitration*, vol. 31, núm. 1, 2014. Sobre esta cuestión, véase también ISHIKAWA, Tomoko, “Collective action clauses in sovereign bond contracts and investment treaty arbitration – an approach to reconcile the irreconcilable”, *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, vol. 4, núm. 2, julio de 2014.

y no se actúe de buena fe. Teniendo en cuenta la amplia interpretación que se da a la norma del trato justo y equitativo, si el inversor extranjero alberga una expectativa razonable de pago sobre la base de la conducta del Estado, podría generarse responsabilidad.

Las denominadas cláusulas de alcance general de los TBIs prevén que el incumplimiento de una obligación contractual puede vulnerar simultáneamente las disposiciones de un tratado de esa índole. Muy a menudo se trata de violaciones de obligaciones adicionales contraídas por el Estado receptor, por ejemplo, las obligaciones incluidas en la legislación nacional. Los TBIs establecen normas de comportamiento más que obligaciones. Por consiguiente, para determinar que se ha producido una infracción de un TBI, es necesario que haya un incumplimiento de contrato que también infrinja las normas de protección de las inversiones. Podría decirse que cuando un acreedor acepta nuevas condiciones contractuales en virtud de una cláusula de acción colectiva, las nuevas condiciones serían jurídicamente vinculantes, ya que las mayorías calificadas pueden aceptar quitas aplicables a todos los acreedores. Otra opinión es que, como la reestructuración de la deuda soberana es un acto, precisamente, soberano, un incumplimiento contractual puede llegar a equivaler a una violación de la norma de un TBI, lo que no estaría protegido por una cláusula de acción colectiva<sup>15</sup>. Sin embargo, la mayor parte de la deuda soberana se rige por el derecho interno de un centro financiero ex-

---

<sup>15</sup> Véanse UNCTAD IIA Issues Note No. 2 “Sovereign debt restructuring and international investment agreements”; y NORTON, Ellie, “International investment arbitration and the European debt crisis”, *Chicago Journal of International Law*, vol. 13, núm. 1, 2012. Advirtiendo sobre este riesgo, v. Yuefen Li, “How international investment agreements have made debt restructuring even more difficult and costly”, South Centre Investment Policy Brief No. 10, febrero de 2018, disponible en: <[https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2018/02/IPB10\\_How-international-investment-agreements-have-made-debt-restructuring-even-more-difficult-and-costly\\_EN.pdf](https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2018/02/IPB10_How-international-investment-agreements-have-made-debt-restructuring-even-more-difficult-and-costly_EN.pdf)>.

tranjero y no por el derecho internacional. Así pues, la aplicación de una cláusula de ese tipo podría ser limitada si hay otro órgano que tiene competencia exclusiva para ocuparse de la controversia. Por otra parte, la utilización del arbitraje en materia de inversiones puede invalidar las cláusulas de competencia exclusiva de los contratos. El modo en que se articulará esa relación no está claro por el momento.

Otro ejemplo que demuestra que la legislación sobre inversiones no está bien equipada para hacer frente a las controversias en materia de deuda son las excepciones de fuerza mayor y necesidad, que no se han reconocido en la teoría ni en la práctica como conceptos jurídicos que puedan ser útiles para resolver reclamaciones en el marco de la reestructuración de la deuda<sup>16</sup>.

Tales excepciones pueden, a primera vista, aplicarse en los casos en que un Estado ha sufrido un colapso financiero y permitirían a un Estado justificar el incumplimiento de sus obligaciones de deuda soberana para asegurar el mantenimiento de las normas de derechos humanos. Sin embargo, los deudores soberanos no pueden invocar realmente la excepción de fuerza mayor. El artículo 23 de los artículos de la Comisión de Derecho Internacional sobre la responsabilidad del Estado por hechos internacionalmente ilícitos establece que para poder aplicar la excepción de fuerza mayor el acto del Estado debe haber sido causado por una fuerza irresistible o un acontecimiento imprevisto y ser ajeno al control del Estado. Sin embargo, el artículo 23 también establece que los Estados no pueden basarse en el argumento de fuerza mayor si la situación se debe, únicamente o en combinación con otros factores, al comportamiento del Estado que la invoca. Además, en el comentario al artículo 23 se especifica que “la fuerza mayor no comprende circunstancias en las que el cumplimiento de una

---

<sup>16</sup> Véase *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. y Vivendi Universal, S.A. c. Argentina*, caso CIADI núm. ARB/03/19, decisión sobre responsabilidad, 30 de julio de 2010.

obligación se haya vuelto más difícil, por ejemplo debido a una crisis política o económica”<sup>17</sup>.

En el mismo sentido, el artículo 25 de los artículos sobre la responsabilidad del Estado por hechos internacionalmente ilícitos establece que el estado de necesidad no puede invocarse como excepción si el Estado ha contribuido a que se produzca el estado de necesidad, o si el acto en cuestión no es el único modo de que el Estado salvaguarde un interés esencial contra un peligro grave e inminente. Es suficiente que los acreedores aleguen que la reestructuración de la deuda debería haberse producido antes, o más tarde, o de otra manera, para defender la postura de que el Estado ha contribuido al problema o tenía otras opciones. Los tribunales tendrían que discutir así escenarios contrafácticos especulativos para determinar si un Estado insolvente podría reestructurar su deuda para recuperar la sostenibilidad.

La invocación de la fuerza mayor y el estado de necesidad no abarca las complejidades que entrañan las crisis financieras y económicas. No es de extrañar que sean sumamente limitados los casos en que la necesidad financiera se ha invocado con éxito en los arbitrajes sobre inversiones. Solo en algunas causas internacionales de una primera época, sustanciadas ante la Corte Permanente de Justicia Internacional, se reconoció el valor de la fuerza mayor como principio general del derecho en el contexto de las controversias sobre la deuda<sup>18</sup>.

La insuficiencia de la excepción de estado de necesidad o fuerza mayor para resolver controversias sobre la deuda resulta aún más evidente si se tiene en cuenta que el artículo 27 de los

---

<sup>17</sup> Véase *Anuario de la Comisión de Derecho Internacional 2001*, vol. II, parte 2.

<sup>18</sup> Véase en detalle este debate en GOURGOURINIS, Anastasios, “Financial crisis as a *force majeure* under international law and EU law: defending emergency measures, à la européenne, in investment arbitration under intra-EU BITs”, en TAMS, Christian *et al* (eds.), *International Investment Law and the Global Financial Architecture*, Elgar Ed., 2017 (cap. 12).

artículos sobre la responsabilidad del Estado por hechos internacionalmente ilícitos sugiere que la excepción de fuerza mayor y necesidad no puede ser invocada tan pronto como el estado de necesidad deja de existir. En otras palabras, la obligación de cumplir con las obligaciones contraídas en virtud de un tratado se reactiva una vez que la crisis financiera se ha superado. El mismo artículo también sugiere que, aunque pueda justificarse el incumplimiento durante el estado de necesidad, la cuestión de la indemnización de cualquier pérdida efectiva causada debe resolverse de manera independiente. Incluso si un Estado consigue invocar con éxito esas excepciones a fin de renegociar su deuda con sus acreedores y reducirla a un nivel sostenible, la discusión con los acreedores tendría que reanudarse una vez que terminara la crisis de la deuda, con lo que se regresaría al problemático punto de partida.

Lo que muestra este análisis es que las condiciones de los TBIs y las normas sobre inversión elaboradas por los árbitros en los últimos decenios simplemente no se ajustan a las características de las reestructuraciones de deuda soberana. El arbitraje en materia de inversiones no fue diseñado para ocuparse de acreedores que tratan de exigir el cumplimiento de las obligaciones derivadas de bonos soberanos y carece de competencia institucional para determinar la capacidad de un Estado de reembolsar su deuda tras una situación de cesación de pagos<sup>19</sup>. Ello se debe a que el sistema de TBIs protege las reclamaciones de propiedad individual contra el Estado, en vez de tratar de llevar a cabo una distribución eficaz de activos con respecto a los intereses de otros reclamantes. Si los TBIs tuvieran por objeto actuar como una suerte de régimen de insolvencia para los Estados, incluirían disposiciones expresas que regularan elementos de la legislación de insolvencia, tales como disposiciones sobre la consolidación de las reclamaciones, los bienes embargables, etc.<sup>20</sup>. Por consiguiente, la teleología del

---

<sup>19</sup> Cfr. WIRTZ, *op. cit.*; NORTON, *op. cit.*; y WAIBEL, *op. cit.*

<sup>20</sup> ZIFF, Robert M., "The sovereign debtor's prison: analysis of the Argentine crisis arbitrations and the implications for investment treaty law", *Rich-*

arbitraje en materia de inversiones, junto con su aplicación en los laudos dictados hasta la fecha, demuestra que el arbitraje en materia de inversiones no es capaz de abordar las implicaciones más amplias de la reestructuración de la deuda soberana<sup>21</sup>.

Los arbitrajes de inversión son una herramienta para resolver reclamos por compensaciones referidos a daños (afectación de la propiedad) pasados, ya consolidados. Sin embargo, reclamos suscitados en el marco de reestructuraciones de deuda, que no ofrecen soluciones consensuadas en el marco de procesos concursales colectivos, sino que otorgan preferencia a quienes están amparados por los TBIs y efectivamente formulan los reclamos, generan muchas más complicaciones que las que intentan prevenir o reparar<sup>22</sup>.

Se ha propuesto que los TBIs podrían ser aplicados en reclamos por deuda soberana solo en la medida que asegure el tratamiento igualitario a todos los acreedores: de ese modo, los reclamantes en casos arbitrales solo podrían aspirar a no estar en una peor ni mejor situación relativa que el resto de los acreedores, evitando así la discriminación por parte del Estado deudor<sup>23</sup>. Sin embargo, esta interpretación desconoce que existen diferentes tipos de acreedores (multilaterales, bilaterales y privados) que suelen pactar -por un número de factores, que incluso exceden los puramente financieros- condiciones diversas para la reestructuración de la deuda. Además, no tiene en cuenta que diferentes tipos

---

*mond Journal of Global Law and Business*, vol. 10, núm. 3, 2011.

<sup>21</sup> WAIBEL, Michael, “Opening Pandora’s Box: Sovereign Bonds in International Arbitration”, *American Journal of International Law*, 2007, vol. 101: 4, pp. 711-759.

<sup>22</sup> OSTŘANSKÝ, Josef, “Sovereign Default Disputes in Investment Treaty Arbitration: Jurisdictional Considerations and Policy Implications”, *Groningen Journal of International Law*, 2015, vol. 3, n. 1, pp. 27-58.

<sup>23</sup> PAHIS, Stratos, “BITs & Bonds: The International Law and Economics of Sovereign Debt”, *American Journal of International Law*, 2021, vol. 115, n. 2, pp. 242-280.

de instrumentos de deuda no necesariamente son comparables en cuanto a su precio, con lo que diferentes tratamientos no necesariamente implica discriminación, también puede tratarse de un mero reflejo del precio de mercado de esos títulos.

Para resumir los argumentos presentados en esta sección, la mayoría de los paneles de arbitraje en materia de inversiones que han abordado la cuestión han declarado que las controversias sobre la deuda soberana entran dentro de su competencia. El reciente laudo basado en el TBI entre Eslovaquia y Grecia sugiere un cambio de enfoque, aunque el tribunal estaba interpretando cuestiones diferentes. La lógica empleada por la mayoría de los tribunales de inversiones parece ampliar la aplicación de esta forma de solución de controversias más allá de su mandato original. La voluntad de los árbitros de inversiones de resolver casos relacionados con la deuda puede alentar a los acreedores disidentes a utilizarlos para la solución de controversias. Si esas reclamaciones prosperan en la etapa del examen de fondo, puede haber grandes repercusiones para la responsabilidad de un Estado receptor que haya emprendido una reestructuración de su deuda. Todo ello demora e incluso obstaculiza los procesos colectivos de reestructuración de la deuda<sup>24</sup>. Además de las repercusiones económicas inmediatas de este tipo de decisiones, también pueden derivarse consecuencias de gran alcance para los derechos humanos, que se examinan en la siguiente sección.

### III. LA PERSPECTIVA ECONÓMICA Y EL ENFOQUE DE DERECHOS HUMANOS

Como hemos visto hasta aquí, a falta de un marco internacional que regule las reestructuraciones de deudas soberanas, el arbitraje en materia de inversiones se ha venido considerando, de manera creciente, como posible foro para que los acreedores disidentes.

---

<sup>24</sup> WIRTZ, *op. cit.*

Cabe señalar que, sin embargo, el sistema de arbitraje en materia de inversiones fue creado para proteger la IED y la inversión productiva, con el fin de promover el desarrollo económico. El sistema de arbitraje en materia de inversiones no fue concebido para ocuparse de las obligaciones financieras ni para brindar protección a las reclamaciones de los fondos especulativos de acreedores y de los acreedores reacios a colaborar en procesos concursales. Sin embargo, hasta el momento, la mayoría de los tribunales de inversión han ejercido competencia respecto a las controversias relativas a la deuda soberana, pese al peculiar contexto en que se llevan a cabo las reestructuraciones de la deuda.

En términos puramente económicos, los TBIs no contienen normas o directrices que hagan posible juzgar la reestructuración de la deuda de forma holística, ni afrontan los problemas de acción colectiva que están en la base de todo proceso concursal o de quiebra. Por el contrario, los acreedores se sentirán tentados a beneficiarse gratuitamente, no contribuyendo a los esfuerzos colectivos pero gozando de las ventajas obtenidas a raíz del sacrificio de los demás acreedores. El derecho de las inversiones no tiene por propósito facilitar el trato injusto de algunos inversores (los que aceptan las ofertas de intercambio de bonos) para favorecer a los demás inversores en la misma situación (los que optan por entablar litigio). Por ende, el estándar de trato justo y equitativo solo debería proteger a los inversores contra procedimientos de reestructuración de la deuda soberana que sean injustos, por ejemplo, contra negociaciones no transparentes e inaccesibles, o contra el repudio unilateral de la deuda sin ninguna negociación. Sin embargo, se ha visto que los árbitros están dispuestos a ir mucho más allá de estas interpretaciones.

En el caso de *Abaclat y otros c. Argentina*, el tribunal señaló que la disputa no se derivaba del solo hecho de que Argentina había incumplido sus obligaciones de pago resultantes de los bonos sino del hecho de que había intervenido en carácter de soberano en virtud de su facultad estatal de modificar sus obligaciones de pago a sus acreedores. Se trata de un argumento falaz. Es porque

el deudor no puede pagar el 100% de sus deudas que hace falta un alivio de la deuda. Desde un punto de vista económico, el tribunal pedía lo imposible; desde una perspectiva de los derechos humanos, impulsó al Estado a defraudar a su población.

Dichas decisiones generarán mayores problemas económicos ya que prolongan la reestructuración de la deuda. También obstruyen la reestructuración, ya que crean un incentivo para los acreedores de no llegar a un acuerdo con el deudor a fin de alcanzar un nivel de deuda sostenible, ya que nadie estará dispuesto a cooperar si algunos acreedores pueden recibir el 100% de lo que se les debe. En definitiva, los árbitros tendrían que decidir si quedan protegidos los inversores que optan por no ponerse de acuerdo con la mayoría sino que aplazan las cosas y entablan litigios, y en ese caso en qué medida lo están. El problema es que en el contexto de la insolvencia de la deuda soberana, por definición, el deudor no puede reembolsar las deudas en su totalidad. Por su parte, la protección expansiva de los derechos de los inversores en dichos contextos crea mayores pasivos para los Estados deudores, afecta negativamente su recuperación económica y reduce la financiación para los servicios públicos que permiten cumplir las obligaciones estatales en materia de derechos humanos<sup>25</sup>. Resulta del todo claro que la idea de que los TBIs abarcan los bonos soberanos no es aún una idea consolidada entre todos los árbitros, como ha quedado demostrado recientemente en el caso *Poštová Banka c. Grecia*.

Si bien los Estados y la comunidad internacional están realizando grandes esfuerzos para prevenir o minimizar los litigios en

---

<sup>25</sup> Véase, por ejemplo, A/HRC/31/60/Add.2 y A/HRC/34/57/Add.1; TAN, Celine, "Life, debt and human rights: contextualizing the international regime for sovereign debt relief" en SCHEFER, K Nadakavukaren (ed), *Poverty and the International Economic Legal System: Duties to the World's Poor*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013; SCALI, Emma, *Sovereign Debt and Socio-Economic Rights Beyond Crisis. The Neoliberalisation of International Law*, Cambridge University Press, 2022.

que participan fondos buitres y acreedores disidentes, el hecho de que los árbitros encargados de asuntos de inversión parezcan estar abriendo una nueva puerta para que dichos acreedores implementen sus estrategias disruptivas resulta, por cierto, desalentador. Y lo es aún más si se considera que ni el derecho financiero ni el derecho de los derechos humanos tienen un papel significativo en el arbitraje en materia de inversiones. Ante los riesgos financieros sistémicos, las instituciones globales y el derecho internacional deben dar mejores respuestas y bien coordinadas. Hace falta un enfoque deliberativo: el derecho de protección de las inversiones debe interpretarse de conformidad con los preceptos de otros derechos, por ejemplo, el derecho internacional de los derechos humanos y la regulación financiera que vela por la sostenibilidad de la deuda y la estabilidad financiera.

Un foro institucional que resuelva las controversias respecto a la deuda debe sustentarse en un consenso internacional amplio. Si los países realmente consideran que sería una buena idea que los árbitros en asuntos de IED queden a cargo de adoptar las decisiones más fundamentales durante y después de las crisis financieras, los Estados deberían decirlo claramente; sin embargo, la mayoría de los TBIs no parecen reflejar esa idea. De hecho, son pocos los TBIs que utilizan los vocablos “deuda soberana” o “bonos soberanos”, y solo un número limitado (aunque creciente) de tratados suscritos desde la década de 1990<sup>26</sup> contienen acuerdos especiales respecto a “títulos y valores del gobierno” y “deuda pública”. En

---

<sup>26</sup> Véase NAKAJIMA, Kei, “An elusive safeguard with loopholes: sovereign debt and its ‘negotiated restructuring’ in international investment agreements in the age of global financial crisis,” *International Review of Law*, vol. 2016, núm. 3, 2016. Véanse también, por ejemplo, el anexo G del tratado bilateral de inversiones entre los Estados Unidos y el Uruguay (2005); el acuerdo de libre comercio entre los Estados Unidos y el Perú (2006); y el tratado bilateral de inversiones entre el Canadá y Burkina Faso (firmado en 2015 pero que aún no entró en vigor).

este sentido, casi todos los bonos soberanos emitidos contemplan la realización de litigios judiciales más que arbitrajes<sup>27</sup>.

Si los árbitros interpretan que tienen competencia para resolver una controversia relativa a deudas soberanas, debe considerarse que el derecho de los derechos humanos es aplicable tanto a deudores como a acreedores. Es incorrecto e incluso peligroso pensar que hay ámbitos de nuestra sociedad que son inmunes a los derechos humanos. La reestructuración de la deuda debe ajustarse a los principios de los derechos humanos referentes a la no discriminación, la realización progresiva, la no regresión, y el cumplimiento de las obligaciones mínimas. Por ende, es necesario evaluar si se verán deteriorados los derechos y de qué manera las consecuencias sobre los derechos humanos repercutirán entre sí durante el período pertinente<sup>28</sup>. Lo ideal sería que se realizara una evaluación acerca de las repercusiones sobre los derechos humanos, seguida de un monitoreo<sup>29</sup>.

Determinar qué defaults son oportunistas y cuáles una opción necesaria y proporcional a la luz de las obligaciones básicas de los Estados deudores es un ejercicio que incluso para el FMI, contando con ingentes recursos técnicos en ese campo, representa una tarea altamente dificultosa<sup>30</sup>. Pensar que un panel arbitral *ad hoc* podría llevar adelante ese ejercicio con mayor precisión y certeza constituye una quimera.

---

<sup>27</sup> Véase por ejemplo CHOI, Stephen J. y GULATI, Mitu, "An empirical study of securities disclosure practice," *Tulane Law Review*, vol. 80, 2006.

<sup>28</sup> BRADLOW, Daniel, "Can parallel lines ever meet? The strange case of the international standards on sovereign debt and business and human rights," *Yale Journal of International Law*, vol. 41, núm. 2, 2016.

<sup>29</sup> Principios Rectores, *supra* nota.

<sup>30</sup> Ver, por ejemplo, FMI, "Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Circumstances Under the 2010 Stand-By Arrangement", IMF Country Report No. 13/156, 20 mayo de 2013, pp. 2, 17, 21-2, 28, reconociendo que sus proyecciones respect de la economía de Grecia y su capacidad de pago fueron sobreoptimistas.

Las controversias internacionales relativas a la deuda deben resolverse de forma transparente, libre y oportuna a través de un mecanismo internacional de solución de controversias para reestructurar la deuda soberana basado en los Principios Rectores sobre la Deuda Externa y los Derechos Humanos<sup>31</sup> y los Principios Rectores relativos a las evaluaciones de los efectos de las reformas económicas en los derechos humanos<sup>32</sup>, ambos documentos votados por el Consejo de Derechos Humanos de la ONU en 2011 y 2019, respectivamente, así como los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana<sup>33</sup>, votados por la Asamblea General de la ONU en 2015. Tales documentos sistematizaron y consolidaron los principios jurídicos del derecho internacional público, que reflejan las tendencias progresistas en la práctica vigente que corroboran, por ejemplo, el principio de la sostenibilidad de la deuda soberana en sentido amplio<sup>34</sup>. Los árbitros en los asuntos de inversión tendrían que tener muy buenos motivos para no tomar en consideración estos principios si deben resolver controversias relativas a deudas que repercuten, en última instancia, en la reestructuración colectiva de la deuda y así, de manera transitiva, en el espacio fiscal y los derechos humanos cuya realización depende de la disponibilidad de recursos.

#### IV. CONCLUSIONES

Dado el carácter impreciso y abierto de los textos de los TBIs, la forma expansiva en que los árbitros internacionales interpretan los derechos de los inversores, su escasa formación en asuntos no

---

<sup>31</sup> UN Doc. [A/HRC/20/23](#) y Corr. 1 (2011).

<sup>32</sup> UN Doc. [A/HRC/40/57](#) (2018).

<sup>33</sup> UN Doc. [A/RES/69/319](#) (2015).

<sup>34</sup> Véase BOHOSLAVSKY y GOLDMANN, *op. cit.*

comerciales<sup>35</sup> y su limitada rendición de cuentas, el arbitraje en asuntos de inversión no se ajusta con facilidad a un marco que integre los derechos humanos y la sostenibilidad social y económica. Por el contrario, es probable que haga más lenta la reestructuración de la deuda soberana al brindar un foro accesible a los acreedores disidentes y a los fondos buitres, lo que será un desincentivo a los acuerdos negociados y cooperativos. Cuanto más tiempo lleve el proceso, más perjudicados se verán los Estados deudores. Las demoras absorben más capital de los Estados, lo que también afecta negativamente el cumplimiento de los derechos humanos en los países concernientes. Además, las instituciones financieras internacionales no pueden en realidad participar en las actuaciones relativas a asuntos de inversión, ya que en virtud de los TBIs no se les puede entablar acción judicial ni ellas pueden hacerlo.

Hasta el momento el arbitraje en materia de inversiones no ha reconocido el contexto más amplio en que se lleva a cabo la reestructuración de la deuda. A raíz de las definiciones de inversión basadas en los activos, la mayoría de los tribunales en materia de inversiones se han visto alentados a ejercer competencia respecto a los bonos soberanos. Si en una decisión se examina el fondo del asunto, la existencia de estándares imprecisos sobre la protección de las inversiones puede dar lugar a responsabilidad del Estado deudor por acciones adoptadas en el marco de la reestructura-

---

<sup>35</sup> Una de las principales razones detrás de este enfoque se relaciona con la cultura jurídica del arbitraje comercial, que es la que domina la comunidad del arbitraje en asuntos de inversión: en la mentalidad comercial se hace hincapié en las obligaciones del derecho privado, y en particular en la importancia de las obligaciones contractuales. En esta cultura jurídica ejercen gran influencia las dos partes en la controversia jurídica de que se trate y se tiende a quitar importancia al papel del interés público (incluido el papel de las cuestiones de derechos humanos). Véase HIRSCH, Moshe, "Investment tribunals and human rights: Divergent paths" en DUPUY, Pierre-Marie *et al.* (eds.), *Human Rights in International Investment Law and Arbitration*, Oxford University Press, 2009 (cap.5).

ción de la deuda. La responsabilidad puede surgir en virtud de varios estándares de protección de las inversiones, especialmente dado que es poco probable que las cláusulas de acción colectiva brinden protección plena contra acciones legítimas adoptadas por el Estado en su carácter de poder soberano: las cláusulas de acción colectiva no protegen a los deudores soberanos contra el uso manipulativo de las mayorías por un número reducido de grandes acreedores. Existe el riesgo de que los arbitrajes de inversión puedan simplemente dictaminar que los Estados deudores que no paguen el 100% de su deuda a sus acreedores sigan siendo responsables de toda su deuda, reduciendo así aún más el espacio fiscal de los Estados que atraviesan dificultades económicas.

Además, los tribunales y los árbitros se han mostrado renuentes a admitir y a apoyar en sus decisiones la excepción de necesidad, incluso si el Estado en cuestión afronta problemas sociales y económicos de extrema gravedad al llevar a cabo la reestructuración de la deuda.

El arbitraje en materia de inversiones puede limitar el espacio fiscal y político de un Estado y exacerbar los efectos de una crisis de la deuda. Puede impedir la aplicación de reformas que abordan las causas profundas de los problemas que llevaron a la cesación de pagos. El arbitraje en materia de inversiones crea profundas tensiones entre la acuciante necesidad de las reformas y la perspectiva de una sustancial responsabilidad. Cuanto más grave es la crisis, más probable es que sean necesarias las reformas en cuestión. Sin embargo, cuanto más profunda la reforma, más probable es que los inversores presenten reclamaciones relativas al tratado de inversión.

En teoría, los TBIs pueden interpretarse de una manera que tome en consideración la necesidad de la estabilidad financiera y de objetivos macroeconómicos y sociales más amplios. Sin embargo, en la práctica, es poco probable que los árbitros superen el corsé que imponen los TBIs para responder adecuadamente las cuestiones amplias y complejas que conllevan las reestructuracio-

nes de deuda, incluidas las soluciones a crisis financieras que respeten los derechos humanos.

Finalmente, debe señalarse que, incluso desde la perspectiva acotada de los inversores extranjeros directos, insistir con ampliar la protección hacia los acreedores financieros en contextos de reestructuración de deuda implica el riesgo de que los Estados comiencen a adoptar, en general, posiciones más restrictivas respecto de los TBIs<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> CHAN, Kai-wei, “The Relationship between the International Investment Arbitration and Sovereign Debt Restructuring”, *Contemporary Asia Arbitration Journal*, 2014, vol. 7, n. 1, pp. 229-250.

