

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO USFQ

Colegio de Jurisprudencia

**Calificación de los bonos sostenibles como materia de
protección del arbitraje internacional de inversiones**

Jurisprudencia

Andrea Hidalgo Castex

Trabajo de fin de carrera presentado como requisito para la
obtención del título de Abogado

Quito, 18 de abril 2024

© DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído todas las Políticas y Manuales de la Universidad San Francisco de Quito USFQ, incluyendo la Política de Propiedad Intelectual USFQ, y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo quedan sujetos a lo dispuesto en esas Políticas.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en la Ley Orgánica de Educación Superior del Ecuador.

Nombres y apellidos:	Andrea Hidalgo Castex
Código:	00212560
Cédula de identidad:	1723200729
Lugar y Fecha:	Quito, 18 de abril de 2024

ACLARACIÓN PARA PUBLICACIÓN

Nota: El presente trabajo, en su totalidad o cualquiera de sus partes, no debe ser considerado como una publicación, incluso a pesar de estar disponible sin restricciones a través de un repositorio institucional. Esta declaración se alinea con las prácticas y recomendaciones presentadas por el Committee on Publication Ethics descritas por Barbour et al. (2017) Discussion document on best practice for issues around theses publishing, disponible en <http://bit.ly/COPETheses>.

UNPUBLISHED DOCUMENT

Note: The following capstone Project is available through Universidad San Francisco de Quito USFQ institutional repository. This statement follows the recommendations presented by the Committee on Publication Ethics COPE described by Barbour et al. (2017) Discussion document on best practice for issues around theses publishing available on <http://bit.ly/COPETheses>.

**CALIFICACIÓN DE LOS BONOS SOSTENIBLES COMO MATERIA DE PROTECCIÓN DEL
ARBITRAJE INTERNACIONAL DE INVERSIONES¹**

**LEGAL QUALIFICATION OF SUSTAINABILITY BONDS AS A SUBJECT OF PROTECTION IN
AN INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION**

--- 2

RESUMEN

Los bonos sostenibles son un tipo de instrumento de financiamiento, en donde los fondos recaudados están destinados a proyectos con fines sociales o ambientales. Su estructura y regulación está diseñada para asegurar el adecuado uso de sus recursos. En el arbitraje internacional de inversiones, los tribunales no han sido uniformes definiendo si una inversión indirecta, como lo son los bonos sostenibles, debe ser protegida como inversión. Esto, porque no cumplen con todos los elementos de la prueba Salini. Para resolver esta incertidumbre, en este trabajo se estudió el análisis de jurisdicción de laudos arbitrales sobre la protección de instrumentos de financiamiento, y se revisaron las particularidades del contexto legislativo ecuatoriano. Por medio de una metodología integral, y a través una revisión bibliográfica y jurisprudencial, se puede concluir que, con base en la corriente jurisprudencial actual, y la finalidad sostenible de los bonos, estos deben ser protegidos internacionalmente como inversiones.

PALABRAS CLAVE

Arbitraje de inversión, inversión, bonos sostenibles, protección material, prueba Salini.

ABSTRACT

Sustainable bonds constitute a type of financial instrument, in which the raised funds are earmarked for projects with social or environmental purposes. Their structure and regulation is designed to ensure the proper use of the collected revenues. Within international investment arbitration, tribunals have diverged when defining if an indirect investment, such as a sustainable bond, should be considered an investment. The reasoning behind is that they do not meet all the criteria of the Salini test. To address this uncertainty, this paper studied the awards of jurisdiction of cases regarding financial instruments, as well as the peculiarities of the Ecuadorian legal context. By means of an integral approach and through a bibliographical and jurisprudential research one can conclude that, with justification in the prevailing jurisprudential trend, and the sustainable nature of these bonds, they should be protection against potential international disputes.

KEY WORDS

Investment arbitration, investment, sustainable bonds, material protection, Salini test.

¹ Trabajo de titulación presentado como requisito para la obtención del título de Abogado. Colegio de Jurisprudencia de la Universidad San Francisco de Quito. Dirigido por Adriana Mercedes Orellana Ubidia
² © DERECHOS DE AUTOR: Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política. Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad con lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.- 2. MARCO TEÓRICO.- 3. ESTADO DEL ARTE.- 4. MARCO NORMATIVO.- 5. ¿PUEDEN LOS BONOS SOSTENIBLES SER PROTEGIDOS POR EL DERECHO INTERNACIONAL DE INVERSIONES?.- 5.1 ¿QUÉ ES UN BONO SOSTENIBLE?.- 5.2 ¿CÓMO SE DEFINE EL CONCEPTO DE INVERSIÓN?.- 5.3 ¿CUÁLES SON LOS BONOS PROTEGIDOS EN EL CONTEXTO ECUATORIANO?.- 6. CONCLUSIONES.

1. Introducción

Los Estados en vías de desarrollo necesitan formas de financiar proyectos ambientales y socialmente amigables para combatir la inminente crisis climática. Una forma que últimamente ha adquirido bastante popularidad para lograr este cometido, son los bonos sostenibles³. Sin embargo, asimetrías regulatorias en las protecciones ofrecidas a los inversores han generado una brecha de 4 trillones USD entre lo que necesitan estos actores versus el monto que llegan a recibir⁴.

Además, se ha demostrado que incrementar la cantidad de inversores extranjeros, y las alianzas público-privadas, logra reducir hasta en un 40% la deuda externa de un Estado en desarrollo⁵. Así mismo, un estudio realizado por Eicher y Nauwerth descubrió empíricamente que entre dos Estados con el mismo nivel de riesgo político, donde la única diferencia sea que solo uno tenga protecciones extranjeras, ese va a recibir entre 74 a 81% más inversión, porque la falta de protección encarece el costo de capital.

Congruentemente, es elemental definir si existen estas protecciones para los bonos sostenibles. La interrogante nace debido a la heterogeneidad presente en los laudos arbitrales internacionales. Se cuestiona si los bonos sostenibles cumplen con todos los elementos tradicionalmente analizados para otorgar jurisdicción a un tribunal arbitral internacional de inversiones en razón de la materia.

³ El mercado para estos bonos ha incrementado en un 10% en el 2023 frente al 2022, cerrando el año con 5.3 trillones USD recaudados. Ver, UNCTAD, *World Investment Report 2023*.

⁴ UNCTAD, *World Investment Report 2023*.

⁵ *Ibíd.*

Esta problemática se vuelve aún más relevante si se considera la tendencia actual del Ecuador de reintegrarse al régimen internacional de protección a inversiones⁶. Así de una macro pregunta principal, nacen tres interrogantes adicionales, que se deben responder a través de un estudio integral de la bibliografía y jurisprudencia existente, en un análisis de cinco pasos.

Primero, se resumirán las principales posturas y normativa vigente sobre la temática. Para empezar, se realizará un mapa conceptual que ubique dónde se encuentra el debate actual sobre el tema, cuáles son los conceptos claves, y qué establece la normativa aplicable a la materia.

Segundo, se describirá qué son los bonos sostenibles. Con el afán de definir si están protegidos, preliminarmente es necesario tener claridad sobre su tipología, estructura, régimen jurídico aplicable y regulación.

Tercero, y para atacar al corazón de la pregunta, se explicará cómo se conceptualiza la definición de inversión. Se expondrán los límites y funciones del arbitraje de inversiones, además de sistematizar la principal jurisprudencia de la materia dentro del sistema del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones, CIADI.

Cuarto, es necesario revisar el entorno ecuatoriano, para poder dar una respuesta completa a la pregunta. En esa línea, se revisará el contenido de los Tratados Bilaterales de Inversión, TBI, ratificados por Ecuador hasta la fecha, y el contenido del régimen nacional de protección a inversiones.

Quinto, y para concluir, se presentarán los hallazgos, sugerencias, limitaciones, impacto y recomendaciones del tema. Esta síntesis del trabajo sirve para demostrar los resultados de la investigación y determinar que los bonos sostenibles deben ser protegidos bajo el derecho internacional de inversiones; una observación que se debe tener en consideración ante la futura redacción de TBI.

2. Marco teórico

Los bonos sostenibles son instrumentos de financiamiento que se centran en respaldar proyectos con fines ambientales o sociales⁷. Se distinguen del resto de

⁶ Esta afirmación se justifica en el retorno del Ecuador al Sistema CIADI en Agosto de 2021, y en virtud de la inminente – pero a la fecha de la publicación no resuelta – consulta popular del 21 de abril de 2024, en específico el Casillero D.

⁷ International Capital Market Association, *The Sustainability Bond Guidelines* (Paris, 2021), 3.

instrumentos por su compromiso con proyectos sostenibles, pero fuera de ello, operan igual que cualquier otro bono regular⁸. Por ende, el régimen jurídico aplicable y la discusión sobre su protección, es la misma que en el resto de bonos tradicionales.

El concepto de inversión ha sido arduamente discutido en la doctrina y jurisprudencia. En la casuística, los tribunales arbitrales han utilizado un análisis deductivo que enumera una serie de elementos que un activo debe tener para ser considerado inversión, denominado prueba Salini. Si bien se analiza a profundidad en futuras secciones, los elementos son características típicas presentes en los activos para ser protegidos. Existen cuatro elementos: (i) que sea una contribución económica, (ii) longeva, (iii) riesgosa, (iv) que impacte al desarrollo del país. No obstante, un sector de la doctrina se ha cuestionado si este test debe tener la relevancia que se le otorga.

Así, la discusión sobre la naturaleza de los instrumentos de financiamiento se ha desbocado por tres corrientes. La primera, determina que todos los elementos de la prueba Salini son requisitos ineludibles para otorgar jurisdicción. En una posición más neutral, la segunda aboga por la aplicación de la prueba, pero considera que un par de elementos pueden ser obviados. Finalmente, la tercera y más flexible postura, mantiene que toda la prueba Salini, debe ser considerada una mera ayuda conceptual.

Dentro de la primera línea teórica, se ha mantenido que un Arbitraje Internacional de Inversiones, AII, no es la forma de solución de controversias idónea para tratar con un litigio financiero⁹. Como ese no es su objetivo, no está diseñado para acoger dichas causas. Otro argumento ha sido sostener que los instrumentos de financiamiento únicamente cumplen propósitos presupuestarios, por lo que no representan una contribución, ni tienen riesgo¹⁰.

Inclusive entre quienes consideran que la prueba Salini es fundamental para determinar la jurisdicción, hay quienes sostienen que los instrumentos si cumplen con ella. Esta postura, aboga por considerar a los elementos como características constitutivas de qué es una inversión¹¹, bajo el contexto económico actual. Frente a la

⁸ Tomaso Ferrando, et al “Green Bonds: Debt at the crossroad between finance, law and ecology”, en *De Gruyter Handbook of Sustainable Development and Finance*, ed. Timothy Cadman y Tapan Sarker (Berlin: De Gruyter, 2022), 265-292, 270.

⁹ Kai-Wei Chan “The Relationship Between the International Investment Arbitration and Sovereign Debt Restructuring” *Contemporary Asia Arbitration Journal*, (2014), 246.

¹⁰ Michael Waibel “Opening Pandora’s Box: Sovereign Bonds in International Arbitration” *The American Journal of International Law* 101 No.711 (2011), 728.

¹¹ Livia Hinz, “International investment agreements and sovereign debt: an empirical analysis”, *Capital Markets Law Journal* 18 No.3 (2023), 379.

‘financiarización’ de la economía, no hay como negar que los instrumentos tienen un impacto en el desarrollo, y deben ser protegidos¹².

Por último, la tercera vertiente, por la que se decanta este trabajo contempla a los elementos como ayudas didácticas, pero no autoridades determinantes. Los tribunales arbitrales solo deben restringir el concepto de inversión basándose en el TBI aplicable, y no encontrar más limitaciones¹³. Los elementos de la prueba Salini deben entenderse como referencias indicativas de la posible existencia de una inversión, pero no como cuestiones obligatorias¹⁴.

Este trabajo, conceptualmente, se alinea con la tercera postura. El concepto de inversión debe ser flexible, a la talla del acuerdo entre las partes, y no una camisa de fuerza impuesta por preceptos anticuados. De todas maneras, hay como demostrar que los bonos sostenibles cumplen con los elementos más estrictos que propone el test. Por lo que, independientemente de si se considera que los elementos son o no un requisito de jurisdicción, los bonos sostenibles deben ser protegidos en un AII.

3. Estado del arte

En esta sección, se expondrán los argumentos bajo los cuales se ha concluido que los instrumentos de financiamiento entran en la protección del AII. Por un lado, están quienes argumentan que los instrumentos de financiamiento cumplen con los elementos de Salini. Por el otro, se encuentran los que sostienen que estos no son un requisito de jurisdicción, entonces no se puede excluir de la protección a los bonos, en virtud de ellos.

Para quienes consideran que esta prueba es un requisito de jurisdicción, los principales elementos criticados son (i) el aporte al desarrollo del país anfitrión, y (ii) el nexo de territorialidad¹⁵. En cuanto al primero, dicho sector de la doctrina sostiene que los instrumentos no son una inversión, porque no tienen la expectativa de ayudar al desarrollo económico del país donde se encuentran.

Risso contraargumenta este punto, sosteniendo que la contribución económica de una inversión indirecta, independientemente de la intensidad del inversor, ayuda al

¹² Matthias Goldmann “Foreign Investment, Sovereign Debt, and Human Rights” en *Sovereign Debt and Human Rights*, ed. Ilias Bantekas y Cephias Lumina (Frankfurt: OUP, 2018), 1-20, 7.

¹³ Giorgio Risso, “Portfolio Investment in ICSID Arbitration: Just a Matter of Consent?”, *Journal of International Arbitration*, 37 No.3 (2020), 8.

¹⁴ Stratos Pahiis, “Investment Misconceived: The Investment – Commerce Distinction in International Investment Law” *The Yale Journal of International Law* 45 No.1 (2019), 84.

¹⁵ Aunque este no es un elemento tradicional de la prueba Salini, igual se ha cuestionado.

desarrollo del país anfitrión¹⁶. Ergo, objetivamente deben considerarse protegidos. Pahis por su lado sostiene que este elemento, debe ser aplicado a discreción del tribunal, es decir, no es obligatorio¹⁷.

La segunda crítica se ha dado frente al elemento territorial, donde la postura contraria sostiene que los bonos no tienen suficientes nexos con el país anfitrión, porque son emitidos, negociados y regulados en el extranjero. Kleiner y Costamagna se oponen, estableciendo que, como los bonos no son inversiones físicas, no se les debe exigir tener un nexo físico¹⁸. Por ende, si las actividades financieras tienen un vínculo, económico o legal, con el país anfitrión – como lo es recibir los beneficios económicos–, deben entenderse territorialmente vinculadas¹⁹.

Douglas agrega que, para ubicar la localidad de una propiedad intangible, como un instrumento de financiamiento, se debe recurrir a las reglas del derecho internacional privado y crear un *situs* ficticio. En este caso, el *situs*, sería el domicilio del deudor: el país anfitrión²⁰.

Otra justificación para entender cumplido el elemento territorial se justifica en el principio de unidad de la inversión²¹. Schreuer explica que, si los bonos están conectados a un activo físico, que es considerado una inversión, entonces, en virtud del principio de unidad económica, los instrumentos financieros conectados también deben serlo²². Normalmente, las inversiones son operaciones complejas y no se justifica su fragmentación, porque cada parte opera de manera conjunta. Por ende, si todas las piezas en su conjunto crean una inversión, según Schreuer, cada pieza, individualmente analizada, debe llegar a la misma conclusión²³.

¹⁶ Giorgio Rizzo, “Portfolio Investment in ICSID Arbitration: Just a Matter of Consent?”, 13-15.

¹⁷ Stratos Pahis “Investment Misconceived: The Investment – Commerce Distinction in International Investment Law”, 84.

¹⁸ Caroline Kleiner y Francesco Costamagna, “Territoriality in Investment Arbitration: the Case of Financial Instruments”, *Journal of International Dispute Settlement*, No.9 (2018), 6.

¹⁹ Caroline Kleiner y Francesco Costamagna, “Territoriality in Investment Arbitration: the Case of Financial Instruments”. 8-9

²⁰ Zachary Douglas, *The International Law of Investment Claims* (Nueva York: Cambridge University Press, 2009), 172.

²¹ Schreuer define el principio de unidad de inversión como la necesidad de otorgar protección a actividades laterales a una inversión, para que esta pueda ser realizada. Ver, Christoph Schreuer, “The Unity of An Investment”, en *ICSID Reports*, ed. de Jorge Viñuales y Michael Waibel (Nueva York: Cambridge University Press, 2022), 3-25, 3.

²² Christoph Schreuer “The Unity of an Investment”, 6.

²³ *Ibid*, 9.

Por otro lado, Hinz sostiene que los elementos de la prueba Salini no son un requisito de jurisdicción, sino más bien una serie de características típicas²⁴. Los tribunales arbitrales no han tenido posturas uniformes sobre su aplicación, por lo que no se pueden considerar un requisito inevitable²⁵.

Consecuentemente, no se puede excluir a un instrumento financiero que no haya sido discriminado del alcance del TBI, en virtud de elementos conceptuales que no tienen uniformidad en su aplicación²⁶. Ambos puntos de vista, demuestran que los instrumentos de financiamiento deben ser protegidos, en ausencia de exclusión expresa.

4. Marco normativo

Para continuar con la discusión, el presente epígrafe agrupa la normativa aplicable —nacional e internacional— en materia de bonos sostenibles y protección de inversiones. Es necesario realizar un doble análisis. Por un lado, se revisará el régimen jurídico de los bonos sostenibles. Mientras que, por el otro, se expondrá el entorno legislativo y jurisprudencial del AII.

Como se explicó anteriormente, el régimen jurídico aplicable a los bonos sostenibles es el mismo el resto de instrumentos de financiamiento. En Ecuador, esta materia es principalmente regulada por la Ley del Mercado de Valores, LMV²⁷, donde se encuentran disposiciones para la emisión, certificación y negociación de instrumentos financieros.

En cuanto a normativa secundaria, la Resolución Nro. SB-2022-1373 regula la emisión de productos y servicios financieros para beneficios sociales y ambientales emitidos por instituciones financieras públicas o privadas²⁸. Además, dentro del Código Civil y Código de Comercio existen disposiciones sobre contratos innominados de financiamiento de deuda. Con esta legislación, se puede desarrollar el régimen jurídico aplicable a los bonos sostenibles.

Por otro lado, el AII también tiene su propia normativa, que es importante revisar para determinar cuál es la definición legal de inversión. Para empezar, es necesario revisar

²⁴ Livia Hinz, “International investment agreements and sovereign debt: an empirical analysis”, 380-381.

²⁵ *Ibíd.*

²⁶ *Ibíd.*

²⁷ Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, Ley de Mercado de Valores [LMV], R.O. 215 del miércoles, 22 de febrero de 2006, reformado por última vez R.O. No. 423 de 22 de diciembre de 2022.

²⁸ Artículo 1, Norma de Control para la Evaluación y Gestión de Riesgo Ambiental y Social, Resolución Nro. SB-2022-1212, Superintendencia de Bancos, R.O. No. 103, de 12 de julio de 2022, reformado por R.O. No.115 de 28 de julio de 2022.

los distintos TBI suscritos entre el país anfitrión y el país de nacionalidad del inversor. Además, si la controversia se presenta ante el CIADI, el término ‘inversión’ también debe cumplir con los requisitos del artículo 25 del Convenio CIADI²⁹.

Por fuera de los convenios internacionales, existen cuerpos de normativa interna ecuatoriana con conceptos referentes a inversión. El más relevante para este trabajo, es el artículo 29 del Reglamento a la Ley de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, Reglamento, que excluye a los créditos y operaciones de endeudamiento comercial y gubernamental de la protección nacional a inversiones³⁰, presente en el artículo 17 del COPCI³¹.

No obstante, la mayor evolución del derecho internacional de inversiones se ha dado en jurisprudencia. Si bien no son vinculantes, sirven como directrices para futuras controversias. Para propósitos de este trabajo, destacan los laudos de: Abaclat c. Argentina, Poštová Banka c. Grecia, Fedax c. Venezuela y, más recientemente, Gramercy c. Perú.

5. ¿Pueden los bonos sostenibles ser protegidos por el derecho internacional de inversiones?

El desarrollo se dividirá en tres puntos. En el primero, se describirán las particularidades de los bonos sostenibles, en específico sus características, elementos y estructura (§5.1). El segundo punto abordará la discusión, desde una perspectiva jurisprudencial, de la protección arbitral de los instrumentos frente a un AII (§5.2). Por último, el tercer punto analizará si los bonos sostenibles deben ser considerados inversiones en Ecuador, bajo las consideraciones nacionales relevantes (§5.3).

5.1.¿Qué es un bono sostenible?

Para poder discutir si los bonos sostenibles son inversiones, hay que entender a fondo qué son, y su regulación aplicable. Primero, se definirán las diferencias entre bonos verdes, azules, sociales y sostenibles (§5.1.1). Segundo, se delimitarán las clasificaciones que tienen los bonos, para simplificar su discusión en próximas secciones (§5.1.2).

²⁹ Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de Otros Estados, Washington, 1966, ratificado por el Ecuador en 21 de Agosto de 2021. [Convenio CIADI]

³⁰ Artículo 29, Reglamento a la Ley de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, Decreto Ejecutivo No.157, Presidencia de la República, R.O. No. 496, 09 de febrero, 2024.

³¹ Artículo 17, Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones [COPCI], R.O. No.351, 16 de diciembre de 2010.

Tercero, se revisarán las técnicas regulatorias, para entender cómo se asegura el adecuado uso de los montos recaudados (§5.1.3).

5.1.1. Dentro del arcoíris de los bonos

Hasta este punto, el término ‘bono sostenible’ ha sido usado indistintamente dentro del trabajo, cuando existen diversos tipos de financiamiento sustentable. La diferencia entre ellos es la clase de proyecto al cual están destinadas las ganancias recaudadas por el bono. Existen bonos verdes, azules, sociales, sostenibles, entre otros. La descripción de cada uno de ellos está en su nombre: bono se refiere a que es un instrumento de financiamiento, y el adjetivo – color – describe la clase de proyecto para el que está diseñado.

Un bono es un contrato entre un acreedor y un deudor, donde el primero — inversor— presta dinero al segundo —emisor—, quien promete pagar la cantidad prestada —principal—, más una suma adicional —interés o cupones—³². Es decir, son seguridades financieras donde el emisor toma dinero prestado del inversor, a cambio de un pago periódico de intereses fijos o variables, más el valor del principal³³. A continuación, se explicará el proyecto al que está destinado cada color.

Los bonos verdes son aquellos donde la cantidad recaudada está destinada al financiamiento de proyectos ambientales o a crear una economía resiliente al cambio climático³⁴. La Asociación Internacional de Mercados de Capital, *ICMA*, define al bono verde como cualquier tipo de bono cuyos fondos financien parcial o totalmente proyectos verdes³⁵. Analizando más a profundidad, el concepto anterior es tautológico, porque define un bono verde como aquel que financie proyectos verdes.

No existe un criterio único acerca del significado de “verde”, por lo que puede ser cualquier cosa que el emisor categorice como tal³⁶. UNCTAD ha reportado que un cuarto de los bonos emitidos son una forma de *greenwashing*³⁷, o aparentar ser ambientalmente amigable sin serlo. En la práctica, la mayoría de bonos verdes están destinados a la industria energética, de infraestructura y transporte³⁸.

³² Tomaso Ferrando, et al, “Green Bonds: Debt at the crossroad between finance, law and ecology”, 267.

³³ Stephen Kim Park, “Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing” *Business and Human Rights Journal*, 3 No.2 (2018), 240.

³⁴ Stephen Kim Park, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution”, *Stanford Journal of International Law*, 54 No.1 (2018), 8.

³⁵ International Capital Market Association, *Principios de los Bonos Verdes* (Paris, 2021), 2-3.

³⁶ Stephen Kim Park, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution”, 12.

³⁷ UNCTAD, *World Investment Report 2023*.

³⁸ Iagê Miola et al, “Bonos verdes en la ecología – mundo: capital, naturaleza y poder en la expansión financiarizada de la industria forestal en Brasil” *Relaciones Internacionales* 46 (2021), 168.

El primer bono verde ecuatoriano fue emitido en el 2019, por el Banco Pichincha en la Bolsa de Valores de Quito, BVQ. Los 150 000 000 USD recaudados fueron destinados a financiar proyectos de energía renovable, manejo de desechos, construcción y transporte bajo en carbono³⁹.

Los bonos azules son los ‘hermanos menores’ de los verdes, que se concentran en proyectos hídricos. El Banco Mundial ha definido este subgénero como los instrumentos de financiamiento destinados a la protección de recursos críticos de agua limpia y proyectos marinos con efectos ambientales y sociales positivos⁴⁰. Incluyen la industria de alimentos marinos, industria naviera, turismo, control de contaminación, manejo de ecosistemas y energías renovables⁴¹.

El ejemplo más emblemático de un bono azul en Ecuador fue el canje de deuda soberana a cambio de la conservación de las Galápagos, suscitado el 09 de mayo de 2023. Por medio de un acuerdo con Credit Suisse, se canjeó 1 630 000 000 USD de deuda externa (equivalente al 5% del total de la deuda) por la inversión de 450 000 000 USD de parte del Estado ecuatoriano, para fortalecer la Reserva Marina de Galápagos y la Reserva Hermandad a perpetuidad⁴².

Por su parte, los bonos sociales usan sus recursos para financiar proyectos de impacto social⁴³. Buscan mitigar los impactos sociales negativos, para reemplazarlos por positivos como vivienda, seguridad alimenticia, salud y educación⁴⁴. Ecuador hizo historia en esta categoría de bonos, por emitir el primer bono social soberano del mundo en el 2020. Este, movilizó 1 350 000 000 USD para otorgar vivienda digna a más de 24 000 familias de escasos recursos⁴⁵.

Por último, los bonos sostenibles tienen dos definiciones. Un sector de la doctrina los define como todo instrumento cuyas recaudaciones estén destinadas a proyectos de impacto Ambiental, Social o de Gobernanza, ASG⁴⁶. Es decir, el término

³⁹ Climate Bonds Initiative, *Latin America & Caribbean State of the market 2021*, (Washington: Inter-American Development Bank, 2021)

⁴⁰ World Bank, *Sovereign Blue Bond Issuance: Frequently Asked Questions* (2018). En, Pieter Bosmans y Frederic de Mariz, “The Blue Bond Market: A Catalyst for Ocean and Water Financing” *Journal of Risk and Financial Management* 16 (2023), 1.

⁴¹ World Bank, *Sovereign Blue Bond Issuance: Frequently Asked Questions*, 4.

⁴² Ver Decreto 735, Presidencia de la República, 09 de mayo de 2023 (información sobre emisión del canje de deuda).

⁴³ International Capital Market Association, *Principios de los Bonos Sociales* (Paris, 2021), 2-3.

⁴⁴ Stephen Kim Park, “Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing”, 235.

⁴⁵ Banco Interamericano de Desarrollo, *Ecuador emite el primer Bono Social Soberano del mundo, con apoyo de una garantía del BID*, (2020).

⁴⁶ International Capital Market Association, *The Sustainability Bond Guidelines* (Paris, 2021), 3.

engloba cualquier bono temático que no entre en las definiciones anteriores. Por otro lado, hay quienes describen a los bonos sostenibles como instrumentos que buscan conjuntamente un beneficio social y ambiental⁴⁷.

Para propósitos de este trabajo, el término bono sostenible se seguirá refiriendo —indiscriminadamente— a todo instrumento financiero que recaude fondos para proyectos ambientales y/o sociales. Si bien no es técnicamente preciso, es una simplificación inofensiva porque todos los bonos explicados en esta sección siguen la misma suerte y protección en un AII.

5.1.2. Taxonomía financiera

La distinción por la clase de proyecto, no es la única forma de clasificación. Los bonos sostenibles también pueden ser categorizados igual que cualquier instrumento financiero que no busque objetivos de ASG. Es necesario entender las características de cada tipo de instrumento financiero, para comprender por qué es discutible si entra en la protección de un AII. Por ello, en esta sección, se explicarán tres de las clasificaciones más importantes, según: (i) naturaleza, (ii) emisor y (iii) derecho aplicable.

En cuanto a la primera, según su naturaleza, como regla general, hay instrumentos de financiamiento de deuda o instrumentos de financiamiento de capital. El financiamiento de deuda es aquel donde el emisor busca un préstamo, mientras que en el de capital, ofrece parte de su propiedad a cambio del principal, como, por ejemplo, acciones.

Los bonos de capital tienen una regulación más estricta que los de deuda. Debido a que los segundos tienen menor impacto en la estructura corporativa de las compañías, su regulación es más libre. La LMV menciona características generales para la emisión y negociación de los bonos de deuda⁴⁸. Sin embargo, las cuestiones que no están expresamente reguladas se dejan a la libertad de las partes.

La mayoría de TBI incluyen a los bonos de capital expresamente en su ámbito de protección. Además, en un estudio realizado en la BVQ se concluyó que el 83.6% de empresas que buscaron financiamiento verde, emitieron títulos de financiamiento de deuda⁴⁹. Por ambas razones, en este trabajo, se analizarán únicamente los bonos de deuda.

⁴⁷ Mihaela Mocanu, Laura Gabriela Constantin y Cernat Gruici Bogdan, “Sustainability Bonds. An International Event Study” *Journal of Business Economics and Management* 22 (2021), 1551-1576.

⁴⁸ Ver, Título XVII, LMV.

⁴⁹ Lorena Bernabé, Salvador Cruz y Joaquín López “The Impact of Sustainable Bond Issuances in the Economic Growth of the Latin American and Caribbean Countries” *Sustainability* 14 (2022), 10.

En cuanto a la segunda clasificación, la regulación también varía dependiendo de quien es el emisor. A continuación, se expondrán los diferentes emisores en orden de menor a mayor cantidad de regulación. Empezando con los bonos corporativos, estos son emitidos por una compañía y son los menos regulados, porque prima la autonomía de la voluntad. A parte de las disposiciones generales que se encuentran en el Título IV, V, VI, VII, y IX de la LMV, los bonos corporativos funcionan como contratos innominados, y son regulados por el Código Civil y de Comercio.

Después, están los bonos del sector financiero, o institucionales, que son un subtipo de bono corporativo emitido por entidades financieras. En Ecuador, la mayoría de bonos sostenibles entran en esta categoría, porque son emitidos por la banca privada⁵⁰. Debido a que es un sector estratégico, la regulación es más estricta para la banca que para las compañías regulares. En Ecuador, la Superintendencia de Bancos ha emitido resoluciones para el manejo de riesgo ambiental y social, elementales para esta materia⁵¹.

Por último, los bonos soberanos, o formas de financiamiento buscadas por el sector público, son los más regulados. En el 2023, se emitió el Marco de Bonos Verdes Soberanos del Ecuador, para regular su emisión. Dentro de este cuerpo normativo, se define y exponen los fines específicos para la emisión pública de bonos soberanos. Además, en la Codificación de Resoluciones de la Junta Monetaria y Financiera, y en el Título VIII de la LMV existen especificaciones para la emisión y oferta pública de los títulos emitidos por el sector público en el mercado de valores nacional.

La jurisprudencia internacional ha diferenciado el régimen de protección dependiendo de quién es el emisor del bono. Hay sentencias que determinan que un bono corporativo si debe ser protegido, mientras que uno soberano no⁵². Mientras que otras, establecen que es más probable que un bono institucional sea una inversión, a uno corporativo⁵³.

Finalmente, una tercera clasificación responde a donde se emiten: dentro o fuera del territorio nacional. Lógicamente, la regulación ecuatoriana solo responde a qué hacer cuando los bonos son emitidos en el mercado nacional. Una compañía, institución

⁵⁰ Climate Bonds Initiative, *Latin America & Caribbean State of the market 2021*.

⁵¹ Norma de Control para la Evaluación y Gestión de Riesgo Ambiental y Social, Resolución Nro. SB-2022-1212, Superintendencia de Bancos, R.O. No. 103, de 12 de julio de 2022, reformado por R.O. No.115 de 28 de julio de 2022.

⁵² Ver, *Poštová Banka A.S. and Istrokapital SE c. the Hellenic Republic*, ICSID, Award, 2015, párr.337-342

⁵³ Ver, *Gramercy Funds Management LLC y Gramercy Peru Holdings LLC v. the Republic of Peru*, ICSID, Final Award, 2022, párr.227.

financiera, o el Estado ecuatoriano también puede emitir en el extranjero un bono sostenible para financiar proyectos en el Ecuador. En esas ocasiones, aplica la normativa del país donde se emite el bono. En cuanto al AII, se ha cuestionado si los bonos emitidos en el extranjero deben considerarse inversiones dentro del país anfitrión (§5.2.3).

Las sedes más usadas para la emisión de bonos sostenibles globalmente son Nueva York, Londres y Estrasburgo. En Estados Unidos, la forma de regular esta materia se ha descrito como una bestia con suave intervención, pero filuda aplicación⁵⁴. Esta regulación se basa principalmente en la revelación voluntaria de información, y no existe un régimen jurídico diferenciado para los bonos sostenibles⁵⁵.

En cambio, en Europa, el desarrollo normativo especializado ha sido sustancial. Dentro de este continente existe regulación específica aplicable a los bonos sostenibles como la “Estrategia de Financiación Sostenible”, publicada en el 2021⁵⁶. También existe la taxonomía europea, un documento que se encarga de definir el uso y principales características de los bonos sostenibles⁵⁷.

No hay duda de que el régimen de protección varía según quién emite qué clase de bono y dónde. A parte de su fin sostenible, que los diferencia de los otros instrumentos, estas características son la base de su discusión frente a tribunales internacionales.

5.1.3. Asegurando la sostenibilidad

Indistintamente del tipo de bono sostenible, todos tienen problemas regulatorios que deben ser dirigidos⁵⁸. Como solución, normalmente son emitidos bajo sistemas de gobernanza privada, que se centran en la generación de información. Estos mecanismos aseguran que los fondos sean usados para su propósito inicial, y reducen asimetrías de información.

Existe una brecha regulatoria entre lo que pueden cubrir las leyes y la actividad humana. Una forma en la que las empresas internacionales han tratado de disminuir esta brecha es por medio de métodos de gobernanza privada⁵⁹. El mercado de los bonos

⁵⁴ Stephen Kim Park, “Sustainable finance in global capital markets” en *The Research Handbook on Global Capital Market Law* 236 (2023), 7.

⁵⁵ Stephen Kim Park, “Sustainable finance in global capital markets”, 7.

⁵⁶ Ver, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones EMPTY (Comisión Europea) Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible, 2021.

⁵⁷ Ver, Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo al restablecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 [Taxonomía Europea para Finanzas Sustentables]

⁵⁸ Stephen Kim Park, “Sustainable finance in global capital markets”, 5.

⁵⁹ Stephen Kim Park, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution”, 18-19.

sostenibles no es la excepción. Debido a la asimetría regulatoria que existe entre distintos países, han surgido diferentes métodos de gobernanza privada que se han vuelto la regla general para emitir un bono sostenible.

Hablar de gobernanza privada no es lo mismo que hablar de sistemas de control interno. En el primer caso, los métodos de autorregulación son revisados y aplicados por entidades no gubernamentales, en conjunto con normativas internas, la legislación vigente y otras iniciativas multilaterales⁶⁰. El segundo, es una pieza más dentro del primero. Para los bonos sostenibles, las principales instituciones privadas son el *ICMA* y la *Climate Bond Initiative*. Ambos se encargan de emitir normativa privada, como los Principios para los Bonos Verdes, Sociales o Sostenibles, emitidos por la *ICMA*⁶¹.

En general, estas instituciones, se basan en los principios de la regulación financiera, para crear sistemas que produzcan información⁶². Debido a que los emisores tienen intereses contrarios a los inversores, porque uno quiere conseguir financiamiento barato mientras el otro desea aumentar su rendimiento. Consecuentemente, existe un problema de agencia. Además, la asimetría de información a favor de los emisores, agrava el problema, pues en ausencia de regulación, no existen incentivos para divulgar la data⁶³.

Por ende, la regulación busca incentivar a los emisores a divulgar información. Normalmente en los mercados financieros se crea normativa para aumentar la eficiencia informática, no obstante, no suele existir regulación específica sobre los temas intrínsecos a los bonos sostenibles, como su finalidad (§5.1.1). De esta forma, hay riesgo de *greenwashing*. Por ejemplo, Prol, critica al gobierno de Bolsonaro en Brasil por utilizar bonos verdes como pantallas de humo, mientras realizaba recortes presupuestarios con graves y negativos impactos a las instituciones ambientales del país⁶⁴.

Para evitar estos riesgos, las instituciones de gobernanza privada proponen mecanismos de revelación de información. Entre los más usados, destacan las ‘segundas opiniones’, que son evaluaciones realizadas por empresas terceras al bono que determinan qué tan sostenible es⁶⁵.

⁶⁰ Stephen Kim Park, “Sustainable finance in global capital markets”, 5.

⁶¹ Ver, *International Capital Market Association, Principios de los Bonos Verdes* (Paris, 2021); *International Capital Market Association, Principios de los Bonos Sociales* (Paris, 2021); *International Capital Market Association, Principios de los Bonos Sostenibles* (Paris, 2021).

⁶² Stephen Kim Park, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution”, 26.

⁶³ John Armour et al, *Principles of Financial Regulation* (Oxford: Oxford University Press, 2016), 129.

⁶⁴ Flávio Marques Prol et al “Finanzas verdes y hundimiento de la regulación ambiental al servicio de la extrema derecha en Brasil” *Ecología Política*, 59 (2020) 57-66, 59.

⁶⁵ Iagê Miola, et al “Bonos verdes en la ecología – mundo: capital, naturaleza y poder en la expansión financiarizada de la industria forestal en Brasil ”, 174.

Otra forma de obtener información es por medio de una garantía o verificación externa. En el desarrollo de la emisión de los bonos, existen aseguradores o agentes que se encargan de analizar que el proyecto cumpla con las condiciones y características para poder ser considerado sostenible⁶⁶. Posterior a la emisión, hay auditores externos que realizan estudios técnicos para verificar el uso adecuado de los fondos obtenidos⁶⁷. También existen agencias de calificación y certificación, que califican el riesgo, valoran la emisión y determinan el precio⁶⁸.

Todos los mecanismos presentes en la regulación privada de los bonos sostenibles ayudan a transparentarlos; reduciendo asimetrías informativas entre emisores y consumidores; y resguardan el uso adecuado de los fondos. De esta forma, se puede asegurar la finalidad que tienen los bonos sostenibles y el claro vínculo que tienen con el desarrollo del territorio donde son emitidos.

5.2. ¿Cómo se define el concepto de inversión?

Una vez explicado qué es un bono sostenible, en el presente epígrafe, se determinará si merecen protección material en un AII. Para esto, primero, se delimitará el ámbito de aplicación de un AII (§5.2.1). Segundo, hay que definir qué se considera inversión, y su evolución conceptual histórica en el sistema CIADI (§5.2.2). Tercero, se revisarán las principales críticas a incluir los instrumentos de financiamiento como inversiones y porque deben ser desestimadas (§5.2.3).

5.2.1. Límites al arbitraje de inversiones.

No toda controversia puede ser resuelta dentro de un AII. Las partes de una operación económica también pueden pactar otras formas de solución de controversias, que no son materia de este trabajo. Únicamente las controversias que surjan de la naturaleza de inversión de un activo deben ser resueltas por esta rama del derecho público.

El arbitraje de inversiones existe para proteger al extranjero del *ius imperius* del Estado. Dentro de una misma actividad económica, un Estado puede actuar como privado y como soberano. Las controversias que nazcan del segundo tipo de actividades, deben protegerse por medio del AII⁶⁹. Esto no niega que pueden existir disputas donde el Estado

⁶⁶ Tomaso Ferrando, et al “Green Bonds: Debt at the crossroad between finance, law and ecology”, 272.

⁶⁷ Martha Elizabeth Guaigua Vizcaino, et al “Bonos verdes, una nueva forma de inversión en el mercado de valores” *Revista Universidad y Sociedad* 13 (2021), 511-518, 514.

⁶⁸ Martha Elizabeth Guaigua Vizcaino, et al “Bonos verdes, una nueva forma de inversión en el mercado de valores”, 514.

⁶⁹ Anthea Roberts, “Divergence between Investment and Commercial Arbitration”, *American Society on International Law* 106 (2012), 298.

actúe como privado, no obstante, aquellas deben ser resueltas por otra forma de solución de controversias.

En específico un AII resuelve reclamos sobre el contenido de un TBI. El contenido de este, son los estándares de protección. A su vez, los estándares de protección son una serie de protecciones legales sustantivas que se asemejan a las garantías al debido proceso presentes en las constituciones nacionales⁷⁰.

Comúnmente los estándares incluidos son: el trato justo y equitativo, protección y seguridad plena, trato nacional, nación más favorecida, garantías de no discriminación, cláusulas paraguas y protección contra expropiación injustificada⁷¹. El significado de cada una de las protecciones escapa del alcance de este trabajo, pero es importante entender que cuando estas son quebrantadas, los inversores pueden acudir a un AII para exigir una reparación.

Para sistematizar e institucionalizar el proceso arbitral de inversiones, se creó el Convenio CIADI, instrumento de derecho internacional público que busca establecer un centro anacional para resolver controversias de inversiones. El 70% de todas las controversias de inversiones se resuelven dentro de este⁷², por lo que su desarrollo conceptual es elemental para el estudio de la materia. Concretamente, su artículo 25 describe las reglas básicas en cuanto a jurisdicción, que doctrinariamente se han entendido como los requisitos para poder acceder al régimen arbitral de inversiones⁷³.

La jurisdicción, entonces, se concederá a cualquier disputa en relación directa con una inversión, entre el país anfitrión, y un inversionista nacional del otro país contratante de un TBI⁷⁴. De esta descripción, nacen tres posibles objeciones a la jurisdicción: en razón de la persona, tiempo o materia.

Los requisitos de *ratione personae* se refieren a que las partes sean nacionales de uno de los Estados contratantes en el TBI⁷⁵. El requisito *ratione temporis* se relaciona con “la aplicación temporal del instrumento que contiene la cláusula de resolución de

⁷⁰ Julian Davis Mortenson, “The Meaning of “Investment”: ICSID’s *Travaux* and the Domain of International Investment Law” *Harvard International Law Journal* 51 No.1 (2010), 263

⁷¹ Diego García Carrión, *A Critical View of Investment Arbitration Based on Ecuadorian Experience* (Quito: Procuraduría General del Estado, 2016), 63.

⁷² ICSID, *Annual Report 2023*, 4.

⁷³ Julian Davis Mortenson, “The Meaning of “Investment”: ICSID’s *Travaux* and the Domain of International Investment Law”, 267.

⁷⁴ Artículo 25, Convenio CIADI.

⁷⁵ Yaritza Pérez Pacheco “Objeciones a la jurisdicción arbitral del CIADI” *Cuadernos de derecho trasnacional* 4 No. 1 (2012), 317.

controversias”⁷⁶. Y, el requisito *ratione materiae*, se refiere a que la controversia verse sobre una inversión.

Las dos primeras objeciones, *personae* y *temporis*, salen del objeto de este trabajo, pues el núcleo de la investigación es concluir si los bonos sostenibles cumplen con el requisito *ratione materiae*. Motivo por el cual, es medular definir qué es una inversión.

5.2.2. Inversión: el elusivo concepto

La pregunta de qué es una inversión ha llegado a ser una de las cuestiones más controvertidas del derecho internacional de inversiones⁷⁷. El Convenio CIADI no define qué es inversión, mientras que los TBI usan un concepto demasiado amplio, razones por las cuales, su contenido se ha venido desarrollando jurisprudencialmente. Existe una definición negativa, que describe inversión por lo que no lo es, y una positiva, denominada prueba Salini. Ambas han sido ampliamente criticadas y la jurisprudencia contemporánea se ha alejado de ellas.

Normalmente los TBI no establecen qué es una inversión – *a priori* – por el peligro de excluir alguna actividad que se buscaba proteger. La práctica que se realiza es establecer un concepto excesivamente amplio, definiendo ‘inversión’ como cualquier actividad empresarial realizada por un extranjero nacional de un Estado parte del TBI, en el territorio del segundo Estado⁷⁸. Este significado, no dice mucho, porque da a entender que actividades que manifiestamente no deben ser consideradas inversión, estarían protegidas.

Como consecuencia, se ha intentado definir qué es inversión – *ex post* – de manera negativa, por lo que no es. De acuerdo a esta definición, una inversión no es una actividad comercial ordinaria, ni una simple compraventa⁷⁹. Esto implica que si por su duración, riesgo operacional o fin de lucro, la actividad puede ser categorizada como comercial, entonces no debe ser catalogada como inversión⁸⁰.

⁷⁶ Yaritza Pérez Pacheco “Objeciones a la jurisdicción arbitral del CIADI”, 317.

⁷⁷ Stratos Pahis, “Investment Misconceived: The Investment – Commerce Distinction in International Investment Law”, 70.

⁷⁸ David Collins, *An Introduction to International Investment Law* (Londres: Cambridge University Press, 2017), 76.

⁷⁹ Stratos Pahis, “Investment Misconceived: The Investment – Commerce Distinction in International Investment Law”, 73.

⁸⁰ *Ibíd.* 94-96.

Por otro lado, hay quienes definen ‘inversión’, positivamente, de acuerdo a las características que sí posee. El tribunal del caso *Salini c. Marruecos*⁸¹, desarrolló la – hoy famosa – prueba Salini. Este test es un método deductivo compuesto de tres elementos simultáneos: uno económico, uno temporal y uno de riesgo, para determinar *ex post* si algo es inversión en el sistema CIADI.

Primero, debe tratarse de una contribución pecuniaria, sea en dinero, especie o industria, con la que el inversor busque crear valor⁸². Segundo, esta debe desarrollarse a largo plazo. Y por último, el activo debe estar expuesto a cierto porcentaje de riesgo de pérdida⁸³.

Posteriormente, otros laudos han agregado un cuarto elemento controversial: la necesidad de que la inversión genere un impacto en el desarrollo económico del país anfitrión⁸⁴. Si bien este no se discute en la prueba original, se puede deducir que el tribunal arbitral del caso Salini tenía en mente una contribución de gran impacto en el desarrollo del país, debido a las dimensiones del activo en ese caso⁸⁵. El tribunal arbitral del caso *Joy Mining c. Egipto*, concluyó que la garantía bancaria en disputa no era una inversión, porque era una actividad comercial que no impactaba al desarrollo del país anfitrión⁸⁶.

Por su lado, en *L.E.S.I – DIPENTA c. Argelia*, se concluyó que el impacto al desarrollo del país anfitrión no debe ser considerado porque es un elemento implícito que se cumple cuando coexisten el resto de elementos del análisis⁸⁷. En *Víctor Pey Casado c. Chile*, también se concluyó que la contribución al desarrollo era la consecuencia esperada de la inversión y no uno de sus elementos constitutivos⁸⁸. Por último, *Quiborax c. Bolivia*, concluye que la contribución al desarrollo no es un elemento decisorio para categorizar una inversión, porque los otros tres son suficientes⁸⁹.

⁸¹ *Ver, Salini Costruttori S.p.A. y Italstrade S.p.A. c. Kingdom of Morocco [I], ICSID, Decision on Jurisdiction, 2002, párr.43-63.*

⁸² Klinkmüller Severin, “Contribution of Money or Assets” *Investment* (2023), 1.

⁸³ Klinkmüller Severin, “Contribution of Money or Assets”, 1.

⁸⁴ *Ver, Phoenix Action Ltd v. The Czech Republic, ICSID, Award, 2009, 45-57; Joy Mining Machinery Limited c. The Arab Republic of Egypt, ICSID, Award of Jurisdiction, 2004, párr 41-63; y Malaysian Historical Salvors Sdn, Bhd c. the Government of Malaysia, ICSID, Award on Jurisdiction 2007, párr.113.* (Necesidad de incluir la contribución al desarrollo como requisito de jurisdicción),.

⁸⁵ *Malaysian Historical Salvors Sdn, Bhd c. the Government of Malaysia, párr.113.*

⁸⁶ *Joy Mining Machinery Limited c. The Arab Republic of Egypt, ICSID, Award of Jurisdiction, 2004, párr 41-63.*

⁸⁷ *Consortium Groupement L.E.S.I – DIPENTA v. République algérienne démocratique et Populaire, ICSID, Award, 2005, §2.2*

⁸⁸ *Víctor Pey Casado and President Allende Foundation v. Republic of Chile, ICSID, Decision on Jurisdiction, 2008, párr.232.*

⁸⁹ *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. Allan Fosk Kaplún c. Estado Plurinacional de Bolivia, CIADI, Decisión de Jurisdicción, 2012, §2.3.2*

Debido a la irregularidad con la que los tribunales arbitrales han utilizado la prueba Salini, el caso Phillip Morris c. Uruguay desarrolla una descripción de los elementos más adecuada. En este sentido, el tribunal arbitral describió a los elementos no como un grupo de requisitos legales obligatorios, sino como una serie de “características típicas de inversiones”⁹⁰. Estos pueden ayudar a identificar o excluir una inversión por medio de un análisis inductivo, pero no pueden desestimar el amplio y flexible concepto en casos extremos⁹¹. Esta postura, a criterio de este trabajo, es la que se debería aplicar en el momento de calificar si un activo es una inversión.

Sin lugar a duda, el análisis deductivo que propone Salini no ha sido aplicado de manera uniforme. Los instrumentos de financiamiento han tenido inconvenientes con algunos de estos elementos, en específico el temporal, la necesidad de que la contribución impacte significativamente en el desarrollo y el territorial, que no se ha conversado hasta el momento. Estas críticas se han presentado en laudos donde los tribunales han optado por alejarse de los elementos de Salini en favor de establecer un concepto más flexible.

5.2.3. Estudio jurisprudencial crítico

Tribunales arbitrales se han preguntado en más de una ocasión si un instrumento de financiamiento es una inversión, porque los activos financieros no cumplen con alguno de los elementos de la prueba Salini. Debido a que los bonos sostenibles son una especie, dentro de este género, el análisis general sirve para concluir la suerte del específico. En este acápite, se expondrán los principales inconvenientes que han tenido los instrumentos de financiamiento para ser considerados inversión, y sus respectivos contraargumentos.

Cabe recordar que la tendencia jurisprudencial contemporánea, y la postura de este trabajo, se decanta por no considerar a la prueba Salini como un requisito jurisdiccional ineludible. Aún así, hay como demostrar que inclusive bajo esta consideración más estricta, los bonos sostenibles cumplen con los elementos y entran en el alcance material de protección de un AII.

Para ello, se requiere un análisis bipartito, donde primero se compruebe que las críticas presentadas en el sistema CIADI no tienen sustento, para después analizar los requisitos de un TBI local. Este acápite, desmiente las objeciones presentadas ante el sistema CIADI, mientras que la sección posterior se encarga del estudio doméstico (§5.3).

⁹⁰ Philip Morris Brands Sàrl, Philip Morris Products S.A. y ABAL Hermanos S.A. c. República Oriental del Uruguay, CIADI, Laudo, 2013, párr.206

⁹¹ Philip Morris Brands Sàrl, Philip Morris Products S.A. y ABAL Hermanos S.A. c. República Oriental del Uruguay, párr.207

Como se explicó anteriormente, la prueba Salini presenta tres elementos no controvertidos: (i) que sea una contribución económica, (ii) longeva y (iii) con porcentaje de riesgo; además de uno controversial: (iv) que genere impacto en el desarrollo. Todos los elementos han sido objetados en el contexto de instrumentos de financiamiento. Primero, en *Poštová Banka c. Grecia*, se concluyó que un título público como un bono soberano no era una contribución económica. Para ese tribunal, el intercambio de valores, es decir, el proveer una cantidad de dinero por otra cantidad de dinero, no es una contribución que genera valor económico⁹².

Afortunadamente, *Poštová* mantiene la postura minoritaria. Invirtiendo el argumento, lo que parece sostener es que la creación de valor financiero no es una contribución económica. Consecuentemente el título valor debería estar asociado con una inversión en la economía real para que pueda ser considerado inversión. Este criterio ha sido desmentido en más de una oportunidad.

En *Deutsche Bank c. Sri Lanka*, el tribunal consideró que el definir qué es una inversión en relación a otra, sería un argumento circular, decidiendo que un título es un activo que genera valor por sí solo⁹³. También, en *Abaclat c. Argentina* se interpretó que la protección alcanza a los bonos soberanos porque generan valor desde una perspectiva financiera⁹⁴. Por ende, la protección a los instrumentos de financiamiento en el sistema CIADI es independiente y no requiere de la condición de estar conectado a otros activos⁹⁵.

Segundo, *Fedax c. Venezuela*, en 1996, fue el primer caso donde se cuestionó el elemento temporal. Vale hacer la aclaración, de que el elemento temporal hace referencia a la duración de la inversión, más no al criterio *ratione temporis*.

Venezuela sostuvo que el instrumento en discusión no califica como inversión porque es un título al portador donde el dueño cambia constantemente, por lo que no es una inversión longeva. El tribunal arbitral concluyó que, si bien la identidad del inversor cambia, la inversión se mantiene constante. Por lo que, se debe analizar el plazo entre la emisión y el vencimiento del valor para determinar su duración⁹⁶.

Tercero, los tribunales arbitrales también han discutido sobre el elemento del riesgo. En palabras de Schreuer, la mera existencia de controversias es suficiente

⁹² *Poštová Banka A.S. and Istrokapital SE c. the Hellenic Republic*, ICSID, Award, 2015, párr.361.

⁹³ *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, ICSID, Award, 2012, párr 286.

⁹⁴ *Abaclat y otros c. la República Argentina*, CIADI, Decisión sobre Jurisdicción y Admisibilidad, 2011, párr 355.

⁹⁵ *Abaclat y otros c. la República Argentina*, párr 375.

⁹⁶ *Fedax N.V. v. República de Venezuela*, ICSID, *Decisions of the Tribunal on Objections to Jurisdiction* 1997. párr 40.

indicación de su riesgo⁹⁷. El tribunal de *Poštová c. Grecia* lo califica como el riesgo objetivo operacional que existe en toda relación económica⁹⁸. Otro ejemplo es *Kardassapoulos c. Georgia* donde se determina que el riesgo se cumple por el entorno político y económico presentes durante la inversión⁹⁹. En definitiva, este elemento se debe considerar cumplido en cualquier controversia arbitral sobre una posible inversión.

En resumen, los tribunales han analizado los tres primeros elementos, con variables pero mayormente favorables resultados. Sin embargo, existe una división jurisprudencial con respecto a incluir, o no, a la contribución al desarrollo – cuarto elemento –, como requisito de jurisdicción.

En la posición en contra, se encuentra *Abaclat c. Argentina*, donde se determinó que incluir el elemento de aporte al desarrollo es extralimitarse de los requisitos expresos en el TBI¹⁰⁰. *Deutsche Bank c. Sri Lanka* también argumenta que no debe incluirse, porque es una expectativa de la inversión, mas no un requisito¹⁰¹.

Al otro lado de la moneda, *Fedax c. Venezuela*, decidió que el requisito se cumple, porque las notas promisorias, una especie de título de dinero que representan físicamente una obligación de pago¹⁰², eran de interés público¹⁰³. Similarmente, el tribunal arbitral de *Malaysian Historical Salvors c. Malaysia* falló que cuando los otros elementos solo se cumplen superficialmente, el activo debe contribuir al desarrollo para ser protegido¹⁰⁴.

Ahora bien, la postura jurisprudencial que se adopte no es trascendental para determinar la naturaleza de los bonos sostenibles. Pues, la contribución al desarrollo en este caso es clara. Independientemente de si se decide que es un requisito jurisdiccional o no, los bonos sostenibles cumplen con este elemento. La controversia existe frente a instrumentos que buscan financiar actividades meramente comerciales u operacionales, que no impacten el desarrollo del país.

La finalidad sostenible de los bonos, como mínimo puede ser caracterizada de interés público, siguiendo el criterio de *Fedax c. Venezuela*. En definitiva, un proyecto para ayuda social o cuidado ambiental, tiene una expectativa de aportar al desarrollo del

⁹⁷ *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, párr 301.

⁹⁸ *Poštová Banka A.S. and Istrokapital SE c. the Hellenic Republic*, párr.370.

⁹⁹ *Ioannis Kardassopoulos v. The Republic of Georgia, ICSID, Decision on Jurisdiction 2007*, párr 114-119.

¹⁰⁰ *Abaclat y otros c. la República Argentina*, párr. 364.

¹⁰¹ *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, párr 305.

¹⁰² Zachary Douglas, *The International Law of Investment Claims*, 180.

¹⁰³ *Fedax N.V. v. República de Venezuela*, párr 42.

¹⁰⁴ *Malaysian Historical Salvors Sdn, Bhd c. the Government of Malaysia*, párr.124.

país en el que se genera. Inclusive, como se desarrolló a profundidad en previas secciones, los bonos sostenibles fueron creados para financiar proyectos de este estilo, y tienen toda una estructura regulatoria diseñada para asegurar esta finalidad (§5.1).

Por fuera de los elementos de la prueba Salini, los Estados anfitriones han sostenido que los instrumentos de financiamiento no se realizaron dentro de su territorio. El argumento se reduce a que por la globalización de los títulos financieros, estos se deben entender situados fuera del país anfitrión. Por lo que, en virtud de los puntos de conexión presentes, estos deben considerarse realizados en el extranjero¹⁰⁵.

Si bien este argumento se ha presentado varias veces, todavía no ha encontrado asidero. La mayoría en el caso *Abaclat*, concluyó que la territorialidad se cumple porque el lugar beneficiario de los fondos es el país anfitrión¹⁰⁶. Doctrinariamente, otros autores como Douglas sostienen que si se revisa el *situs* ficticio del activo, acudiendo a las reglas de derecho internacional privado, este se puede ser el domicilio del deudor, es decir, el país anfitrión¹⁰⁷.

Aunque es costumbre pactar un foro o la aplicación de un derecho extranjero para resolver las controversias contractuales provenientes de un instrumento de financiamiento¹⁰⁸, esto no se debe comprender como una renuncia a las protecciones materiales de un TBI. La selección de foro responde a las características contractuales de los instrumentos pero no cambian el lugar donde estos surten efectos.

Por último, vale la pena resaltar la postura resumida en el laudo de *Gramercy c. Perú*. Este caso, resume el debate frente a los elementos de la prueba Salini, y propone una modernización enfocándose en el entorno financiero. Siguiendo la línea jurisprudencial de *Phillip Morris c. Uruguay*, considera que estos elementos no son requisitos jurisdiccionales, sino una serie de características típicas. El tribunal termina actualizando los elementos de Salini a la realidad financiera para facilitar la discusión en futuras ocasiones.

Para *Gramercy*, las características financieras de los bonos en debate son muestra de su naturaleza de inversión. Primero, porque es más factible que las seguridades formales, como bonos o notas, sean inversiones por sobre las mismas actividades

¹⁰⁵ Ver, Caroline Kleiner y Francesco Costamagna, “Territoriality in Investment Arbitration” (sobre la discusión en la territorialidad de inversiones)

¹⁰⁶ *Abaclat y otros c. la República Argentina*, párr. 374-377.

¹⁰⁷ Zachary Douglas, *The International Law of Investment Claims*, 172.

¹⁰⁸ Ver, Cámara de Comercio Internacional, *Informe Instituciones Financieras Arbitraje Internacional*, 2016 (sobre la solución de controversias en el entorno financiero).

respaldadas en contratos comerciales. Segundo, considera más viable que un título de larga duración sea protegido, por sobre uno de vencimiento inmediato. Tercero, la deuda que resulta de un préstamo institucional del sistema financiero, es más probable que sea inversión, a la que resulte de una actividad comercial¹⁰⁹.

La jurisprudencia ha tenido que construir sobre un concepto que se ha dejado indeterminado. A través de los años, tribunales arbitrales han decidido considerar a los instrumentos de financiamiento como inversiones debido a su duración, presencia de riesgo y contribución económica para beneficio de los países anfitriones. De un entorno jurisprudencial reacio a aceptar protegerlos, la corriente actual enumera las características financieras como más probables a ser consideradas inversión.

5.3. ¿Son los bonos protegidos en el contexto ecuatoriano?

El último paso es ver si los bonos sostenibles emitidos en el Ecuador deben ser considerados inversiones. Para ello, se empezará sistematizando las definiciones de inversión presentes en el país (§5.3.1). Como segundo paso, se revisará el contexto legal ecuatoriano, bajo la lupa de las cláusulas de legalidad presentes en los TBI, para determinar si un bono sostenible debe ser protegido como inversión (§5.3.2).

5.3.1. En el diccionario ecuatoriano: inversión.

Además de la discusión dentro del sistema CIADI, es necesario revisar qué dice el TBI aplicable a una hipotética disputa jurisdiccional. Para tener una visión holística del contexto, se revisará el significado de inversión presente los TBI que han sido ratificados por Ecuador. Este acápite tiene como objetivo servir como brújula del contexto ecuatoriano actual de inversión en el ámbito internacional.

La Tabla No.1, incluida al final del trabajo, contiene una recapitulación del significado de inversión en los TBI que ha ratificado Ecuador hasta la fecha. Aunque el día de hoy no se encuentran vigentes, estas definiciones cumplen un fin didáctico y académico. En el 2017, el expresidente Rafael Correa denunció todos los tratados internacionales en ese momento vigentes en virtud de una incompatibilidad con el artículo 422 de la Constitución de la República del Ecuador, Constitución. Empero, esta discrepancia temporal, no genera automáticamente su inaplicación.

Por ejemplo, se puede discutir, en virtud del principio de unidad económica de la inversión¹¹⁰, que un bono sostenible conectado a un proyecto protegido como inversión

¹⁰⁹ *Gramercy Funds Management LLC y Gramercy Peru Holdings LLC v. the Republic of Peru, ICSID, Final Award, 2022, párr. 227.*

¹¹⁰ *Ver, Christoph Schreuer “The Unity of an Investment”.*

realizado antes del 2017, debe ser protegido. Además, sin ahondar más en el criterio *ratione temporis*, el Ecuador actualmente se encuentra en un punto de inflexión en su postura frente al AII.

Mas allá de su reciente regreso al sistema CIADI, hoy en día se encuentra en la mesa una consulta popular para reformar el artículo 422 de la Constitución, el cual motivó la denuncia de los antiguos tratados¹¹¹. Entonces, si bien los TBI no se encuentran vigentes, estos son el punto de referencia más cercano a cuál es la postura del Ecuador frente al concepto de inversión.

Es menester mencionar, que todos estos TBI fueron firmados durante los 90, por lo que son homogéneos en su contenido y limitaciones al concepto de inversión¹¹². La estructura que siguen es la siguiente: empiezan mencionando que los activos serán considerados inversiones. Continúan estableciendo condiciones bajo las cuales los activos se protegerán, y concluye con una lista ejemplificativa de que es considerado inversión.

Durante ese periodo de tiempo, no era común incluir límites al concepto de inversión, por lo que ninguno de los TBI excluye expresamente a algún activo de su ámbito de protección. Para comparar, varios de los TBI de segunda y tercera generación, firmados por países latinoamericanos posteriormente, de forma explícita excluyen a los bonos soberanos del concepto de inversión¹¹³.

Otra de las características es que 14 de 16 – 87.5% – TBI incluyen entre sus ejemplos¹¹⁴, a títulos de dinero, créditos o valor económico. Este ejemplo, los tribunales arbitrales han concluido hacen referencia a los instrumentos de financiamiento¹¹⁵. A continuación, esta categoría de activos será denominada ‘título c’, porque normalmente se encuentran en el numeral c de la ejemplificación.

Lo interesante es que no todos los TBI que incluyen un título c, lo hacen de la misma forma. La mitad, 7 de 14, requieren que el instrumento esté conectado a una inversión. Como ejemplo, el título c del TBI con Argentina establece que los “[t]ítulos de crédito y derechos a prestaciones que tengan un valor económico; los préstamos estarán

¹¹¹ A la fecha de presentación de este trabajo, 18 de abril 2024, todavía no se dan las elecciones.

¹¹² Livia Hinz, “International investment agreements and sovereign debt”, 370.

¹¹³ *Ibid.* 377. Ver, TBI Colombia – Reino Unido, Bogotá, 2010, Artículo I.1.(b), y los TBI firmados por Perú y: Panamá (2011), Costa Rica (2011), y Mexico (2011).

¹¹⁴ Únicamente los TBI firmados con España, y con Suiza, no incluyen un título c.

¹¹⁵ Ver *Fedax N.V. v. República de Venezuela*; *Abaclat y otros c. la República Argentina*; *Poštová Banka A.S. and Istrokapital SE c. the Hellenic Republic*; y *Ambiente Ufficio S.P.A. and others v. Argentine Republic (formerly Giordano Alpi and others v. Argentine Republic)*, ICSID, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 2013. (Sobre el uso del título c como fundamento para otorgar jurisdicción).

incluidos (sic) solamente cuando estén [...] directamente vinculados a una inversión específica”¹¹⁶.

Up supra, se mencionó que definir una inversión en relación a otra inversión, era tautológico e innecesario (§5.2.3). Cabe recalcar que el TBI aplicable a ese caso, entre Alemania y Sri Lanka, no incluía la necesidad de que un bono este vinculado a una inversión específica. Si bien para entrar al sistema CIADI, el instrumento puede ser independiente, las partes de un TBI son libres de incluir requisitos adicionales, de considerarlo necesario.

Por ende, lo que prima debe ser la voluntad de las partes, y en esta ocasión, en los TBI que incluyen esa disposición, solamente serán inversiones los bonos relacionados con otra. En el contexto de los bonos sostenibles, esta particularidad pierde cuidado, porque normalmente están conectados a una inversión. Por regla general, los proyectos sociales o ambientales entran en el concepto de inversión directa, que no suele cuestionarse su naturaleza.

Se puede observar que los TBI celebrados por Ecuador poseen un concepto amplio de qué es inversión, además de que en su mayoría incluyen a los instrumentos de financiamiento dentro de sus ejemplificaciones. En este sentido, los bonos sostenibles deberían entrar en el ámbito de protección de los TBI locales, y del sistema CIADI.

Por último, 9 de 16 – 56,25% – de los TBI incluyen una cláusula de legalidad, o de reenvío. Con ese nombre se conoce a la técnica de redacción que refiere al ordenamiento interno del Estado anfitrión para determinar qué inversiones serán protegidas¹¹⁷. Es decir, únicamente las inversiones realizadas de acuerdo a la legislación del país anfitrión serán protegidas por el TBI. Ahora bien, no es claro cuáles son los límites de esta referencia.

5.3.2. Análisis doméstico

La mayoría de TBI que han sido firmados por Ecuador incluyen una cláusula de legalidad en su definición de inversión. Eso quiere decir que tradicionalmente se remiten al ordenamiento nacional para determinar la protección de un activo. Para los instrumentos de financiamiento ecuatorianos esto resulta en un inconveniente porque existe una definición en la normativa interna que expresamente los excluye. Como

¹¹⁶ Convenio entre el Gobierno de la República del Ecuador y el Gobierno de la República Argentina para la promoción y protección recíproca de inversiones, Quito, 1994, 01 de diciembre 1995.

¹¹⁷ Marcial Giovanni Gutierrez Lucar “La doctrina de las manos limpias o clean hands en el arbitraje de inversión: una herramienta para combatir la corrupción y su aplicación a una disputa peruana” *Universidad de Lima* (2021), 31.

consecuencia, nace la interrogante: ¿los instrumentos de financiamiento se deben entender excluidos del ámbito jurisdiccional de un TBI que tenga una cláusula de reenvío?

En Ecuador, el artículo 29 del Reglamento describe de manera taxativa las modalidades de inversión del país. Al final del listado, claramente establece que “no constituyen inversión los créditos y operaciones que impliquen endeudamiento surgido o relacionado con operaciones comerciales, ni créditos gubernamentales”¹¹⁸. De esta forma, excluye a los instrumentos de deuda de la protección a inversiones presentes en el COPCI.

El artículo 17 del COPCI establece los principios generales del régimen nacional de protección a inversiones¹¹⁹. En este, se establece que las inversiones nacionales y extranjeras gozarán de igualdad de protecciones y seguridades plenas, y no serán objeto de medidas arbitrarias o discriminatorias¹²⁰. El artículo 29 del Reglamento, mencionado en el párrafo anterior, excluye a los instrumentos de financiamiento de deuda de este régimen de protección.

El artículo 29 del Reglamento excluye a la gran mayoría de bonos sostenibles de esta protección, porque los emisores normalmente buscan financiamiento de deuda, no de capital¹²¹. Claramente, esta exclusión no significa que los bonos sostenibles son ilegales en Ecuador, sino que están fuera del régimen de protección nacional. La incógnita es, si esta exclusión debe extenderse al ámbito internacional, en virtud de una cláusula de reenvío.

Existe una discusión doctrinaria sobre el alcance de una cláusula de reenvío, pero esta se concentra en qué tipo de ilegalidad debe ser excluida de la protección. Hay consenso en el caso de inversiones manifiestamente ilegales, como lo es un activo obtenido a través de corrupción¹²². Sin embargo, el debate se da sobre la protección de ilegalidades por falta de formalidades burocráticas o cuestiones menores¹²³. Ni en doctrina, ni en jurisprudencia se ha cuestionado si el vocablo ‘de acuerdo a’ significa que la definición de qué activos son inversión, se remite al ordenamiento interno.

¹¹⁸ Artículo 29, Reglamento a la Ley de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, Decreto Ejecutivo No.157, Presidencia de la República, R.O. No. 496, 09 de febrero, 2024.

¹¹⁹ Convención de Viena sobre el derecho de los tratados, Viena, 23 de mayo 1969, ratificada por Ecuador el 11 febrero 2005.

¹²⁰ Convención de Viena sobre el derecho de los tratados, Viena, 23 de mayo 1969, ratificada por Ecuador el 11 febrero 2005.

¹²¹ Lorena Bernabé, Salvador Cruz y Joaquín López “The Impact of Sustainable Bond Issuances in the Economic Growth of the Latin American and Caribbean Countries”, 10.

¹²² Gabriel Bottini “Legality of Investments under ICSID Jurisprudence” en *The Backlash against Investment Arbitration*, ed. Michael Waibel, Asha Kaushal, et al (Londres: Kluwer Law International, 2010) 297-314, 297.

¹²³ Gabriel Bottini “Legality of Investments under ICSID Jurisprudence”, 297.

Este trabajo propone que frente a una cláusula de reenvío, únicamente la legalidad de un activo, y no su definición se remite al ordenamiento jurídico interno del país anfitrión, por cuatro razones distintas. La primera razón es porque concluir que el derecho interno puede modificar una obligación internacional, sería contrario a la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, Convención de Viena¹²⁴.

Temporalmente, existen dos posibilidades: (i) el TBI es celebrado antes, o (ii) después de la promulgación del artículo 29. Si es celebrado antes, en virtud del artículo 27 de la Convención de Viena, una norma de derecho interno no puede desconocer una obligación internacional¹²⁵. Los Estados celebran tratados internacionales con el objetivo de que sean obligatorios. En virtud, del principio *pacta sunt servanda*, para garantizar el cumplimiento del derecho internacional, deben primar las obligaciones internacionales por sobre el derecho interno¹²⁶.

En palabras de Casado, el deber de buena fe que tienen los Estados excluye toda tentativa de fraude a la ley o argucia y les exige lealtad y fidelidad frente a sus obligaciones¹²⁷. El otro Estado parte de un TBI, no conocía la exclusión a los instrumentos de deuda dentro de la normativa ecuatoriana, porque no existía en el momento de celebrar el tratado. Razón por la cual, si el TBI es celebrado antes, su alcance de protección incluye a los bonos sostenibles.

Sobre la segunda razón, si el TBI es celebrado después y asumiendo que este no realice una exclusión expresa, solamente se trataría de una antinomia aparente que puede ser solucionada por los principios para su resolución. Cronológicamente, el TBI sería posterior al artículo 29 del Reglamento. Se debe entender que el legislador pretendía modificar el anterior¹²⁸, motivo por el que la protección de un TBI debe primar por sobre la exclusión interna.

También, el ordenamiento jurídico tiene una estructura escalonada en forma de pirámide, que se encuentra plasmada en el artículo 425 de la Constitución. Las normas superiores más cercanas a la cúspide deben prevalecer por sobre las inferiores¹²⁹. Los

¹²⁴ Convención de Viena sobre el derecho de los tratados, Viena, 23 de mayo 1969, ratificada por Ecuador el 11 febrero 2005.

¹²⁵ *Ver, Id.* Artículo 27.- “Una parte no podrá invocar las disposiciones de su derecho interno como justificación del incumplimiento de un tratado. Esta norma se entenderá sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 46.

¹²⁶ Rafael Casado Raigón *Derecho Internacional*, (Madrid: Editorial Tecnos, 2017), 186.

¹²⁷ Rafael Casado Raigón *Derecho Internacional*, 186.

¹²⁸ Juan Francisco Guerrero “La Derogación de Normas Jurídicas y Principios de Solución de Antinomias” *Ruptura*, (2020), 242.

¹²⁹ Juan Francisco Guerrero “La Derogación de Normas Jurídicas y Principios de Solución de Antinomias”, 237.

tratados internacionales son jerárquicamente superiores a los reglamentos, razón por la cual, se debe aplicar el TBI.

Si bien se está discutiendo sobre un TBI hipotético, como se mencionó anteriormente, en la mayoría de casos estos definen ampliamente qué clasifica como inversión. Es así, que si el TBI no excluye expresamente a los instrumentos de financiamiento, estos se deben entender incluidos.

El contraargumento a esta interpretación, es postular que las partes negociantes incluyeron la cláusula de legalidad porque querían definir qué es inversión según el ordenamiento local. En consecuencia, la exclusión presente en el artículo 29, se integra al contenido del TBI, por lo que ya no se trata de una contradicción al derecho interno ni de una antinomia.

Este predicamento conduce a la tercera razón por la que no se debe entender que una cláusula de legalidad remite el concepto de inversión al ordenamiento interno. El ámbito de protección que otorga el COPCI es distinto al de un TBI. La protección de la que está hablando el COPCI es frente al ordenamiento ecuatoriano, mientras que la de un TBI es fuera de él, ante un tribunal arbitral internacional. No son dependientes. Si una norma excluye a los instrumentos de financiamiento del régimen de protección nacional, esto no se debe interpretar como una exclusión del régimen de protección internacional.

Por poner un ejemplo, sería equivalente a argumentar que porque el TBI 1, celebrado entre el Estado A y B¹³⁰, excluye a los bonos sostenibles, eso significa que el TBI 2, celebrado entre A y C también lo hace. Esta conclusión es incoherente.

Como cuarto y último punto, en cualquier caso, esta discusión no sería parte del análisis de jurisdicción que realiza un tribunal arbitral. En el caso *Abaclat c. Argentina*, el tribunal fue claro en establecer que, en la etapa referente a jurisdicción, el examen a su cargo se limita exclusivamente a verificar la existencia de una inversión. No analiza si esta se efectuó válidamente, o si cumplió con los requisitos para gozar de plena protección conforme al TBI¹³¹. Concluyendo que, este debate sería un tema de fondo.

En conclusión, la presencia de una exclusión expresa a todos los instrumentos de financiamiento de deuda en el ordenamiento ecuatoriano no genera inconvenientes en la protección internacional de los bonos sostenibles como inversiones. Esto, porque esa interpretación sería contraria a instrumentos internacionales, la antinomia aparente puede

¹³⁰ En ausencia de una cláusula de nación más favorecida.

¹³¹ *Abaclat y otros c. la República Argentina*, párr 382

ser resuelta, y ambos cuerpos normativos tienen diferentes ámbitos de aplicación. Como consecuencia, el artículo 29 del Reglamento no cambia la naturaleza de los bonos.

6. Conclusiones

Al final del día, los bonos sostenibles deben ser protegidos por el derecho internacional de inversiones. El trabajo se inició con una única interrogante, de la cual nacieron varias: ¿se debe extender la protección de un TBI a los bonos sostenibles? La respuesta corta es sí, pero se encontraron varios hallazgos y limitaciones en el camino que valen la pena rescatar.

Para poder adecuadamente responder si se debe considerar como inversión a los bonos sostenibles, la pregunta necesariamente se divide en dos. Primero, hay que aclarar a qué se refiere un bono sostenible. Este instrumento de financiamiento es una forma de inversión indirecta donde los fondos recaudados serán destinados a proyectos ambiental y/o socialmente responsables. Independientemente del país donde se emitan, responden a métodos de gobernanza privada diseñados para generar información, y proteger al consumidor financiero.

Segundo, hay que definir qué es una inversión. Este esfuerzo es bipartito. Por un lado, dentro del sistema CIADI, se ha utilizado la prueba Salini para determinar positivamente el contenido de este concepto. Sin embargo, este método está desactualizado para la economía actual, y es ideal entender a los elementos de la prueba Salini como características típicas, pero no determinantes de qué es una inversión. En un contexto financiero, la formalidad, institucionalidad y duración de un instrumento son medidas más exactas para determinar su naturaleza.

Simultáneamente, es necesario revisar qué dice el TBI aplicable al caso en concreto, para lo que en esta ocasión se analizaron los TBI ratificados por Ecuador. Si bien todos se encuentran denunciados, su estudio ayuda internacionalmente a la academia, y a Ecuador para consideraciones de futuros TBI. Se descubrió que, en ausencia de una exclusión expresa, aún frente a disposiciones contrarias en el ordenamiento interno, los bonos sostenibles son materia de protección de un AII.

A parte de los descubrimientos centrales, se encontraron varios hallazgos en el camino. Entre los principales se encuentra que debido a la asimetría regulatoria en el mercado sostenible, agencias de gobernanza privada han tenido que desarrollar sus propios sistemas de regulación interna, para asegurar el adecuado uso de los fondos

recaudados. Esto ha unificado el mercado, haciendo que los requisitos para la emisión de bonos sostenibles sean uniformes globalmente.

También hay que rescatar las sutiles diferencias en la protección internacional de los instrumentos de financiamiento, como género, frente a los bonos sostenibles como especie. Dentro del sistema CIADI, aún si se exige la prueba Salini como requisito de jurisdicción, los bonos sostenibles cumplen con el requisito de contribución al desarrollo, mientras que este se discute en el resto de instrumentos. Además, los bonos sostenibles cumplen con la condición de estar relacionados con otra inversión, presente en 56,25% de los TBI ecuatorianos, contrario a cualquier otro instrumento, donde no hay esa certeza.

La principal limitación al desarrollo del análisis es la ausencia de investigaciones interdisciplinarias. Frente a figuras polifacéticas, como lo son los bonos sostenibles, no existen esfuerzos integrales que discutan todos sus elementos. Consecuentemente el entorno de estudio se vuelve muy árido.

Para poder disminuir estas restricciones, es necesario tener más interconectividad entre distintas áreas de estudio. Afuera de la academia, los fenómenos estudiados no existen únicamente dentro de la lógica jurídica, los conceptos financieros o la realidad ecológica; sino que necesariamente convergen. Semejantemente, las ciencias encargadas de estudiarlos también deben relacionarse. De lo contrario, las piezas de conocimiento quedan encasilladas en cada materia, sin nunca poder crear la imagen completa.

Como recomendación, en la futura redacción de TBI es preferible flexibilizar el concepto de inversión, aclarando expresamente sus límites. En lugar de escabar *ex post* qué es una inversión, con base en elementos de una prueba que no fue pactada por las partes, es mejor entender dichos criterios como ayudas conceptuales de los cuales no se debe depender. Así se generará seguridad jurídica para quienes inviertan en un país, evitando toparse con sorpresas después.

Esto, no significa ampliar el concepto de inversión, o que este sea definido *a priori*, sino más bien reitera la necesidad de expresamente excluir, en el TBI y no por medio de normativa secundaria, los conceptos a los que no se quiera ofrecer protección. La exclusión específica de activos que no se desea incluir en la protección, es la mejor forma de asegurar certeza, y evitar mal entendidos que degeneren en laudos multimillonarios.

En ausencia de estas exclusiones expresas, los bonos sostenibles se deben entender protegidos, tanto por los requisitos de jurisdicción del sistema CIADI, como por las definiciones presentes en los TBI firmados por Ecuador. Brindar, comunicar y respetar esta serie de protecciones, es bueno para la economía, sociedad y ambiente ecuatorianos.

Tabla No. 1 Definición de inversión en los TBI ratificados por Ecuador.

1	Alemania	<p>Artículo 1: Definiciones. Para los fines del presente Tratado:</p> <p>1. El concepto de «inversiones» comprende toda clase de bienes, en especial: [...]</p> <p>c) derechos a fondos empleados para crear un valor económico o prestaciones que tengan un valor económico.</p>
2	Argentina	<p>Artículo 1: Definiciones. A los fines del presente Convenio:</p> <p>(1) El término “inversión” designa, de conformidad con las leyes y reglamentaciones de la Parte Contratante en cuyo territorio se realizó la inversión, todo tipo de activo invertido por inversores de una parte Contratante en el territorio de la otra Parte Contratante, de acuerdo con la legislación de esta última, incluye en particular, aunque no exclusivamente: [...]</p> <p>c) Títulos de crédito y derechos a prestaciones que tengan un valor económico; los préstamos estarán incluidos solamente cuando estén regularmente contraídos y documentados según las disposiciones vigentes en el país donde esa inversión sea realizada y directamente vinculados a una inversión específica.</p>
3	Bolivia	<p>Artículo 1: Definiciones. A los fines del presente Convenio:</p> <p>1. El término “INVERSION” designa de conformidad con las leyes y reglamentaciones de la Parte Contratante en cuyo territorio se realizó la inversión, todo tipo de activo invertido por inversionistas de una Parte Contratante en el territorio de la otra Parte Contratante, de acuerdo con la legislación de esta última.</p> <p>Incluye, en particular, aunque no exclusivamente: [...]</p> <p>c. Derechos de crédito y derechos a prestaciones que tengan un valor económico; los préstamos estarán incluidos solamente cuando estén regularmente contraídos y documentados según las disposiciones vigentes en el país donde esa inversión sea realizada, y directamente vinculados a una inversión específica.</p>
4	Canadá	<p>Artículo 1: Definiciones. Para los fines de este Convenio: [...]</p> <p>(g) “inversión” significa cualquier clase de activo que pertenezca o esté controlado directamente o indirectamente por un inversionista de un tercer Estado, por un Inversionista de una de las Partes Contratantes en el territorio de la otra Parte Contratante a tenor de las leyes aplicables de esta última; de modo particular, aunque no exclusivamente comprende: [...]</p> <p>(iii) dinero, créditos y derechos a un cierto rendimiento, bajo un contrato que represente un valor financiero;</p>
5	Chile	<p>Artículo 1: Definiciones. A los fines del presente convenio:</p> <p>(1) El término “INVERSIÓN” designa, de conformidad con las leyes y reglamentaciones de la Parte Contratante en cuyo territorio se realiza la inversión, todo tipo de bienes y derechos relacionados con una inversión</p>

		<p>efectuado por un inversionista, de una Parte Contratante en el territorio de la otra Parte Contratante, de acuerdo con la legislación de esta última. Incluye en particular, aunque no exclusivamente: [...]</p> <p>c) Títulos de crédito y derechos a cualquiera otras prestaciones que tengan un valor económico. Los créditos estarán incluidos solamente cuando estén regularmente contraídos y documentados según las disposiciones vigentes en el país donde esa inversión sea realizada y directamente vinculados a una inversión específica;</p>
6	China	<p>Artículo 1. Para los propósitos de este Convenio, 1. El Término “inversión” significa todo tipo de activos invertido por inversionistas de una de las Partes Contratantes de conformidad con las leyes y reglamentos de la otra Parte Contratante en el territorio de ésta última, e incluye concretamente, pero sin limitarse a: [...]</p> <p>c) derechos monetarios o cualquier otra clase de obligaciones que tenga valor económico;</p>
7	España	<p>Artículo 1. Definiciones. A los efectos del presente Acuerdo: [...]</p> <p>2. Por «inversiones» se designa todo tipo de haberes, tales como bienes y derechos de toda naturaleza, adquiridos de acuerdo con la Legislación del país receptor de la inversión y, en particular, aunque no exclusivamente, los siguientes: [No incluye un ejemplo similar a instrumentos de financiamiento].</p>
8	Estados Unidos	<p>Artículo 1 1. A efectos del presente Tratado:</p> <p>a) “Inversión” significa todo tipo de inversión tales como el capital social, las deudas y los contratos de servicio y de inversión, que se haga en el territorio de una Parte y que directa o indirectamente sea propiedad de nacionales o sociedades de la otra Parte o este controlada por dichos nacionales o sociedades, y comprende: [...]</p> <p>iii) El derecho al dinero o alguna operación que tenga valor económico y que esté relacionada con una inversión;</p>
9	Francia	<p>Article 1. Pour l’application du présent Accord :</p> <p>1. Le terme « investissement » désigne tous les avoirs possédés directement ou indirectement par les nationaux ou sociétés de l’une des Parties contractantes, tels que les biens, droits et intérêts de toutes natures et, plus particulièrement mais non exclusivement:</p> <p>c) Les obligations, créances et droits à toutes prestations ayant valeur économique ;</p>
10	Italia	<p>Article 1. Definitions For the purposes of this Agreement:</p> <p>1. The term “investment” shall be construed to mean any kind of property invested, before or after the entry into force of this Agreement, by a natural or legal person of a Contracting Party in the territory of the other</p>

		<p><i>Contracting Party, in conformity with the laws and regulations of that Party, irrespective of the legal form chosen, as well as of the legal framework.</i></p> <p><i>Without limiting the generality of the foregoing, the term “investment” comprises in particular, but not exclusively:</i></p> <p><i>c) credits for sums of money or any service right having an economic value connected with an investment, as well as reinvested incomes and capital gains;</i></p>
11	Países Bajos	<p>Article 1. Definitions. <i>For the purposes of this Agreement:</i></p> <p><i>a) The term “investment” means every kind of asset including, in particular, though not exclusively:</i></p> <p><i>(iii) claims specifically related to money, to other assets or to any performance having an economic value;</i></p>
12	Perú	<p>Artículo 1. Definiciones. <i>Para los efectos del presente Convenio:</i></p> <p><i>1. El término “inversión” designa toda clase de activos de propiedad o bajo control, directo o indirecto, de un inversionista de una de las Partes Contratantes, que incluye, en particular, pero no exclusivamente:</i></p> <p><i>(c) Créditos, valores, derechos sobre dinero y cualquier otra prestación que tenga un valor económico directamente vinculado a una inversión específica;</i></p>
13	Suecia	<p>Artículo 1. Definiciones. <i>A los fines de este Acuerdo:</i></p> <p><i>(1) “inversión” designará a todo tipo de activo de propiedad o bajo control, directa o indirectamente, por un inversionista de una Parte Contratante en el territorio de la otra Parte Contratante, siempre que dicha inversión se haya efectuado de conformidad con las leyes y reglamentos de la otra Parte Contratante, e incluirá en particular, pero no exclusivamente:</i></p> <p><i>(c) títulos de crédito y derechos a prestaciones, que tengan un valor económico y que estén directamente vinculados a una inversión específica;</i></p>
14	Suiza	<p>Art. 1. <i>Chacune des Hautes Parties Contractantes s’engage à protéger les biens investis sur son territoire par les ressortissants ou sociétés de l’autre Partie et à «ne pas entraver par des mesures injustifiées ou discriminatoires la gestion, l’entretien, l’utilisation, la jouissance, l’accroissement et, le cas échéant, la liquidation de ces biens. Chaque Partie délivrera les autorisations nécessaires, notamment en ce qui concerne les investissements ainsi que la conclusion et l’exécution de contrats de licence, d’assistance commerciale, administrative ou technique.</i></p> <p><i>En particulier, les ressortissants ou les sociétés de l’une des Hautes Parties Contractantes bénéficieront, en ce qui concerne leurs biens, sur le territoire de l’autre Partie, d’un traitement juste et équitable, au moins égal à celui qui est reconnu par cette Partie à ses ressortissants ou, s’il est plus favorable, du traitement accordé aux ressortissants ou aux sociétés de la nation la plus favorisée.</i></p>

15	Reino Unido	<p>Article 1. Definitions. For the purposes of this Agreement:</p> <p>(a) “investment” means every kind of asset and in particular, though not exclusively, includes:</p> <p>(iii) claims to money or to any performance under contract having a financial value;</p>
16	Venezuela	<p>Artículo 1. Definiciones. A los fines del presente Convenio:</p> <p>1.- El término “inversion” designa de conformidad con las leyes y reglamentaciones de la Parte Contratante en cuyo territorio se realice la inversion, todo tipo de active invertido por inversores de una Parte Contratante en el territorio de la otra Parte Contratante, de acuerdo con la legislación de esta última. Incluye en particular, aunque no exclusivamente:</p> <p>(c) Títulos de crédito y derechos a prestaciones que tengan un valor económico; los préstamos estarán incluidos solamente cuando estén regularmente contraídos y documentados según las disposiciones vigentes en el país donde esa inversion sea realizada, y directamente vinculados a una inversion específica.</p>

Fuente: Elaboración propia, a partir de Sistema de Información sobre Comercio

Exterior¹³²

¹³² Sistema de Información sobre Comercio Exterior, “Información sobre Ecuador” *Tratados Bilaterales de Inversión*, disponible en http://www.sice.oas.org/ctyindex/ecu/ecubits_s.asp