

## 阿根廷金融危機國際投資仲裁浪潮之尾聲

黃可激 編譯

### 摘要

今(2025)年5月，國際投資爭端解決中心仲裁庭對美國能源公司AES訴阿根廷案作出判斷。此案為2001年阿根廷金融危機所引發一系列仲裁案件之最後幾案之一，AES主張阿根廷於電力業所採取的一系列措施，違反美國與阿根廷之雙邊投資協定，阿根廷則以棄權條款、重大安全利益、公平公正待遇與必要性等理由進行抗辯。仲裁庭援引部分案例認為阿根廷之抗辯不成立，認定阿根廷敗訴並須給付AES超過七億美元之賠償金。本案作為阿根廷投資仲裁系列之終章，重申仲裁庭在審理時之適用標準，具重要指標意義，該系列案件亦為國際投資仲裁帶來深遠影響。

(取材資料：Martín Vainstein, Guillermo Pefaur & Aurelia Grigera, *AES v. Argentina ICSID Award: Closing the Chapter on Argentina's 2001-2002 Crisis Saga*, KLUWER ARB. BLOG (Sep. 17, 2025), <https://legalblogs.wolterskluwer.com/arbitration-blog/aes-v-argentina-icsid-award-closing-the-chapter-on-argentinas-2001-2002-crisis-saga/>; August Reinisch & Johannes Tropper, *The Argentinian Crisis Arbitrations*, in INTERNATIONAL INVESTMENT LAW AN ANALYSIS OF THE MAJOR DECISIONS 119-134 (Hélène Ruiz Fabri & Edoardo Stoppioni eds., 2022).)

今(2025)年5月30日，國際投資爭端解決中心(International Centre for Settlement of Investment Disputes, ICSID)仲裁庭就AES公司訴阿根廷案作出損害賠償判斷<sup>1</sup>。該爭端起因於阿根廷在遭遇2001年至2002年金融危機後，於電力業採取的一系列政策措施。原告AES主張，這些措施違反美國與阿根廷於1991年簽訂之雙邊投資協定<sup>2</sup>。仲裁庭一致支持AES的訴求，認定阿根廷應向AES支付7.159億美元的賠償金，另加利息及訴訟費用，利率以一年期美國公債為計算基準。本案為阿根廷2001年至2002年金融危機所引發之仲裁案件中的最後幾案之一，為該系列爭端歷時二十餘年的仲裁歷程劃下重要里程碑。

本文首先將介紹本件仲裁之事實背景、程序與主要爭點，其次說明2001年阿根廷金融危機所引起的一系列仲裁案件對於國際投資仲裁帶來何種影響、以及

1 AES Corporation v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/02/17, Award (May 30, 2025) [hereinafter AES v. Argentina].

2 Treaty Between United States of America and the Argentine Republic Concerning the Reciprocal Encouragement and Protection of Investment, Arg.-U.S., Nov. 14, 1991, 94 T.I.A.S. 1020 [hereinafter Arg.-U.S. BIT].

本件仲裁之代表意義，最後做一結論。

## 壹、案件事實與仲裁程序

1990 年代初期，阿根廷為了穩定經濟並推動經濟自由化，啟動一項涵蓋總體經濟與產業層面的廣泛改革計劃。在電力業部門，改革計劃將發電、輸電與配電之業務從國營或大型企業中分拆出來、建立獨立的營運公司，並導入市場競爭；同時，政府提供投資人合理反映發電成本的電價，運用美元指數化條款將契約中的金額、付款條件或債務與美元指數掛勾，並採取穩定報酬等機制。為吸引外國投資人，阿根廷於 1990 年至 2000 年間批准《解決國家與他國國民間投資爭端公約》(Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States，下稱 ICSID 公約)》，並簽署 58 項雙邊投資協定，其中包括 1991 年與美國簽訂並在 1994 年生效的雙邊投資協定<sup>3</sup>。在此背景下，來自美國且在全球營運的能源企業 AES 進入阿根廷市場投資。AES 在將近十年的期間內投入大量資本，成為阿根廷電力業中的主要外國投資人，並持有八家發電公司與三家配電公司的股份<sup>4</sup>。

然而，至 2001 年底，阿根廷面臨嚴重的經濟與金融危機，聯繫匯率制度 (currency board) 崩潰<sup>5</sup>、阿根廷披索大幅貶值，主權債務亦出現違約。在此情勢下，阿根廷政府實施一系列緊急措施，包括暫停電價調整機制與廢除美元指數化條款<sup>6</sup>。針對電力業，政府進一步限制即期價格 (spot price) 之上限、調整容量費率，並要求發電業者實施再投資計劃，將營收投入由國家主導的基礎建設項目，而非自由分配收益<sup>7</sup>。

鑑於上述措施，2001 年至 2002 年金融危機過後，數十名外國投資人陸續對阿根廷提出仲裁請求。截至本文發布當日，在 ICSID 案件中，阿根廷共遭提起 59 件仲裁<sup>8</sup>，使其成為該機構歷史上仲裁案件數最多的國家，而大多數案件皆與阿根廷於金融危機期間所採取的緊急措施有關。

AES 主張，阿根廷透過「披索化 (pesification)」<sup>9</sup>、批發電力市場 (Mercado

3 AES v. Argentina, ¶¶ 48-49.

4 *Id.* ¶¶ 75-92.

5 聯繫匯率制度 (currency board)，係指政府以立法方式明確表示，該國貨幣可與某一確定的外國貨幣以固定比率進行無限制的兌換，且該國政府須確保這一兌換得以實現。有關聯繫匯率制度之介紹請參考：Will Kenton, *What is a Currency Board? Definition, What Does it Do, and Example*, INVESTOPEDIA (June 20, 2022), [https://www.investopedia.com/terms/c/currency\\_board.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/currency_board.asp).

6 AES v. Argentina, ¶ 98.

7 *Id.* ¶¶ 102, 105, 108.

8 根據 ICSID 網站資料，阿根廷作為被告之案件總共有 59 件，請參考：*Search Cases*, ICSID, <https://icsid.worldbank.org/cases/case-database> (last visited Dec. 10, 2025).

9 披索化 (pesification) 係指阿根廷政府在 2001 年至 2002 年金融危機期間，將原本以美元或以其他外幣計價的債務、契約、存款或公共事業等，強制或依法以阿根廷披索計算或支付的政

Eléctrico Mayorista) 電價凍結<sup>10</sup>、單方面修改電價計算機制，及加諸新的投資義務等措施，實質上瓦解了 1990 年代建立的法規體系，並損害 AES 投資計劃的經濟可行性<sup>11</sup>。相對地，阿根廷則主張，該等措施係於金融危機期間為保護公共利益所採取的合理應對<sup>12</sup>。雙方爭議的核心即為，阿根廷所實施之緊急立法與對監管法制之修改是否影響市場環境，進而構成對美阿雙邊投資協定義務之違反。

2002 年 11 月 5 日，AES 向 ICSID 提出本案仲裁聲請<sup>13</sup>。2005 年 4 月 26 日，仲裁庭就管轄權問題作出認定，駁回阿根廷提出的異議，並決定進入實體與損害賠償的審理程序<sup>14</sup>。此後，雙方於 2006 年至 2016 年間，每半年提交聯合信函，向仲裁庭表示雙方協議暫停仲裁程序<sup>15</sup>。雖然 AES 於 2019 年 1 月請求恢復仲裁程序<sup>16</sup>，但仲裁庭成員陸續辭職，導致仲裁程序持續暫停<sup>17</sup>。直至 2019 年 12 月 12 日，仲裁庭才完成重組，致使本案歷時異常漫長<sup>18</sup>。

## 貳、主要爭點

本節將說明阿根廷於本件仲裁中提出之各項主張與仲裁庭之認定，包括棄權條款、重大安全利益、公平公正待遇、以及必要性抗辯。

### 一、棄權條款 (Waiver)

阿根廷主張，AES 曾與政府簽署一系列協議，明確同意系爭措施，並放棄依美阿雙邊投資協定所提出的任何主張<sup>19</sup>。這些協議包括：發電業者承諾興建並營運兩座火力發電廠，以及接受由政府決議設立之制度——該制度採取「成本加成 (cost-plus)」報酬機制，並限制發電業者簽訂新的長期購電協議。仲裁庭駁回阿根廷之抗辯，指出依據 *Occidental v. Ecuador* 一案<sup>20</sup>，棄權必須對於當事人之身分

策。有關披索化之介紹請參考：*Devaluation, Pesification, and Other Economic Measures*, MARVAL (Feb. 8, 2002), <https://www.marval.com/publicacion/devaluacion-pesificacion-y-otras-medidas-de-emergencia-4841?lang=en>.

10 批發電力市場 (Mercado Eléctrico Mayorista) 為阿根廷電力市場所採取的交易機制，旨在促進發電、輸電與配電之間的效率與透明性，並平衡市場供需，電力價格由市場供需而定。然阿根廷於金融危機期間凍結批發電力市場電價，使價格無法反映市場供需變動，進而影響外國投資人之利益。有關批發電力市場之相關介紹請參考：Shivam Singh, *Mercado Eléctrico Mayorista (MEM)*, CENT CAP. (Nov. 19, 2025), <https://www.cent.capital/finpedia/ar/commodities/energy-natural-resources-mercado-electrico-mayorista-mem>.

11 AES v. Argentina, ¶ 225.

12 *Id.* ¶ 234.

13 *Id.* ¶ 6.

14 *Id.* ¶ 20; AES Corporation v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/02/17, Decision on Jurisdiction (Apr. 26, 2005).

15 AES v. Argentine, ¶¶ 22, 166.

16 *Id.* ¶ 138.

17 *Id.* ¶ 23.

18 *Id.* ¶ 28.

19 *Id.* ¶ 141.

20 Occidental Petroleum Corp. and Occidental Exploration and Production Co. v. Republic of

與請求範圍作出「明確且毫不含糊」的表示，而本案所涉之各項協議均未符合此標準。仲裁庭特別強調，該雙邊投資協定賦予的權利屬於投資人（即本案原告）。因此，即使 AES 在阿根廷之子公司可能曾在契約中放棄部分主張，亦不影響 AES 母公司作為該投資協定下之投資人所享有的權利<sup>21</sup>。

## 二、重大安全利益

阿根廷援引美阿雙邊投資協定第 11 條<sup>22</sup>，主張國家為維持公共秩序、恢復國際和平與安全、或保護其重大安全利益所採取的必要措施，應免除其國家責任。阿根廷主張，於 2001 年至 2002 年金融危機期間，其為確保國內民眾能持續以合理價格獲得能源供應所採取之措施，屬於保護其重大安全利益所必要<sup>23</sup>。

對此，仲裁庭指出，美阿雙邊投資協定第 11 條在多起針對阿根廷之仲裁與撤銷程序中曾引發不同見解<sup>24</sup>。仲裁庭回顧 *Continental Casualty v. Argentina* 與 *El Paso v. Argentina* 等前案<sup>25</sup>，指出學理上對於第 11 條是否要求嚴格的「必要性」標準、抑或僅提供較寬鬆的監管裁量空間，仍存在爭議。

最終，仲裁庭認為，雖然阿根廷為維持電力供應，於金融危機期間所採取之措施在形式上可能符合第 11 條之範疇，然而，大多數受爭議之措施係於 2003 年 5 月之後採行，而該日期在先前多起 ICSID 判斷中已被認定為危機終止之時點。因此，該些措施不具備必要性、且不符合比例原則<sup>26</sup>。仲裁庭進一步強調，第 11 條設有嚴格適用門檻，不應作為方便之門而成為國家逃避條約義務的藉口，最終駁回阿根廷此項抗辯<sup>27</sup>。

## 三、公平公正待遇

仲裁庭援引 *Azurix v. Argentina* 一案<sup>28</sup>，指出美阿雙邊投資協定中的「公平公正待遇（Fair and Equitable Treatment, FET）」條款，可以被解釋為高於國際法所要求的標準、並超越習慣法上的最低要求<sup>29</sup>。然而，仲裁庭也說明，本案的雙邊投資協定與《能源憲章條約（Energy Charter Treaty）》<sup>30</sup>，或《歐洲能源憲章

---

Ecuador, ICSID Case No. ARB/06/11, Decision on Jurisdiction, ¶ 71 (Sep. 9, 2008).

21 AES v. Argentina, ¶ 161.

22 Arg.-U.S. BIT, *supra* note 2, art. 11.

23 AES v. Argentina, ¶ 191.

24 *Id.* ¶ 199.

25 *Continental Casualty Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/9, Award (Sep. 5, 2008); *El Paso Energy International Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/15, Award (Oct. 31, 2011).

26 AES v. Argentina, ¶ 219.

27 *Id.* ¶ 222.

28 *Azurix Corp. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, Award (July 14, 2006).

29 AES v. Argentina, ¶ 255.

30 Energy Charter Treaty, Dec. 17, 1994, 2080 U.N.T.S. 95.

(European Energy Charter)》<sup>31</sup>不同，並未要求締約國維持穩定的法律架構、或保障投資人對法規安定性的合理期待<sup>32</sup>。無論如何，仲裁庭認為阿根廷未對 AES 做出任何明確承諾，使 AES 得以合理期待現行法規不會發生改變<sup>33</sup>。換言之，AES 不得主張其對法律安定性具有合理期待。仲裁庭進一步指出，該雙邊投資協定中的 FET 條款禁止專斷或不合理的措施，此類措施通常包括：國家政策目標遭蓄意背離、決策係基於個人偏好而非法律或事實，或採取之措施與決策者所主張之理由不符等<sup>34</sup>。

在適用此標準後，仲裁庭認為，雖然阿根廷電業法允許主管機關在調度規則方面保有一定裁量空間，但「所有發電業者適用單一費率」與「市場價格應由供需機制決定」為該電業法制度的核心原則，主管機關仍應遵循之<sup>35</sup>。因此，阿根廷採取的一系列專斷措施已構成對 FET 條款之違反<sup>36</sup>。

#### 四、「必要」狀態之認定

阿根廷亦援引《國家對於國際不法行為之責任條款 (Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts)》第 25 條所規定之習慣法上「必要性抗辯 (necessity defense)」<sup>37</sup>，主張其於 2001 年至 2002 年期間所採取的相關措施，為在金融危機中保護其重大利益的唯一手段<sup>38</sup>。仲裁庭援引 *Sempra v. Argentina* 與 *El Paso v. Argentina* 等案<sup>39</sup>，指出該項抗辯適用門檻極高——國家須在面臨嚴重且迫切之危難 (grave and imminent peril)、所採取之措施必須是唯一可保護其重大利益的方法、且危機之發生並非該國所導致時，始得適用此一抗辯。儘管仲裁庭承認當時金融危機情勢嚴重，但認定阿根廷過往的政策措施助長了危機的形成<sup>40</sup>，且仍存在其他可行的因應方案<sup>41</sup>。因此，仲裁庭駁回阿根廷之抗辯，指出此項抗辯之設計，並非為各國提供面對困難局勢時可無限上綱的免責依據<sup>42</sup>。

#### 參、阿根廷系列案件對國際投資法之影響

31 *The European Energy Charter*, INT'L ENERGY CHARTER (last updated June 2, 2015), <https://www.energycharter.org/process/european-energy-charter-1991/>.

32 AES v. Argentina, ¶ 258.

33 *Id.* ¶ 265.

34 *Id.* ¶ 269.

35 *Id.* ¶ 276.

36 *Id.* ¶ 351.

37 G.A. Res. 56/83, at 6-7 (Jan. 28, 2002).

38 AES v. Argentina, ¶ 404.

39 *Sempra Energy International v. Argentine Republic*, ICSID case No. ARB/02/16, Award (Sep. 28, 2007); *El Paso Energy International Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/15, Award (Oct. 31, 2011).

40 AES v. Argentina, ¶ 423.

41 *Id.* ¶ 421.

42 *Id.* ¶ 420.

阿根廷金融危機所引發之系列投資仲裁案件，涉及範圍極廣的法律爭點，因而在國際投資仲裁史上具有開創性意義。由於本系列案件係因重大經濟與金融危機所生，且涉及投資人依契約與立法所享有之特定法律保障，又因該些案件發生前國際投資仲裁實務案例數量有限，各仲裁庭遂需處理許多尚未確立的法律爭議。

此外，這些阿根廷系列案件也在某種程度上引發各界對投資仲裁制度的反彈。常見的批評為仲裁庭的論理缺乏一致性，特別是在處理習慣國際法上之必要性抗辯、以及投資協定中「緊急情況條款」之適用情形。然而，鑑於投資人與地主國爭端解決機制具有去中心化之特徵，仲裁案件結果不一致的現象有時難以避免，且須仰賴時間與大量案例累積，方能逐步發展出一致的見解。

AES 訴阿根廷一案可視為阿根廷 2001 年至 2002 年金融危機所引發之 ICSID 仲裁案件長期歷程中的終章。過去二十年來，數十名投資人就阿根廷因應金融危機所採取之措施提起仲裁，進一步塑造了必要性抗辯、不排除措施 (non-precluded measures) 及公平公正待遇等國際投資法之相關案例法。AES 案之仲裁判斷宣告著這段 ICSID 歷史上最具規模之投資仲裁浪潮即將結束。從法律觀點而言，AES 案再次確認並延續過去幾起仲裁案所建立之主要判例法，其立場亦與 CMS<sup>43</sup>、Enron<sup>44</sup>、Sempra、El Paso 與 Total<sup>45</sup> 等案件相同，認定阿根廷於金融危機期間所採取之措施違反其國際義務。

值得注意的是，儘管阿根廷對諸多不利判斷結果表示不滿，其仍未退出投資仲裁制度，亦未終止該些投資人得就金融危機應對措施提起仲裁之雙邊投資協定，更未如其他拉丁美洲國家般退出 ICSID 公約<sup>46</sup>。此外，阿根廷最終履行了許多其先前拒絕履行之判斷，顯示其仍願意尊重並遵守仲裁庭與仲裁判斷之效力。

## 肆、結論

本案仲裁程序之結束，象徵歷經二十餘年的阿根廷國際投資仲裁浪潮已迎來結尾，為至今延續時間最長、案件量最多之國際投資仲裁系列篇章劃下句點。雖然在國際投資仲裁案件的審理過程中各仲裁庭間互相獨立，其判斷亦不受前案拘束，然而由本案可知，仲裁庭在審理時仍會參酌以往案例，可見不同判斷結果間仍具有相互影響之可能。因此，2001 年阿根廷金融危機所引發之一系列仲裁案

43 CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/01/8, Award (May 12, 2005).

44 Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/01/3, Award (May 22, 2007).

45 Total S.A. v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/04/01, Decision on Liability (Dec. 27, 2010).

46 E.g., Honduras Denounces the ICSID Convention, INT'L CTR. FOR SETTLEMENT OF INV. DISP. (Feb. 29, 2024), <https://icsid.worldbank.org/news-and-events/communiques/honduras-denounces-icsid-convention>.

件，不僅為國際投資仲裁累積豐富判例，亦就國家是否得以金融危機為由影響投資人利益、以及國家是否得援引相關抗辯以正當化其行為，提供重要之法理參考，對國際投資仲裁之發展帶來深遠影響。

