PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Escuela de Posgrado

MÉTODOS DE CUANTIFICACIÓN DE DAÑOS EN LAS EXPROPIACIONES INDIRECTAS EN PROYECTOS MINEROS EN ETAPA DE EXPLORACIÓN

Tesis para obtener el grado académico de Maestra en Derecho Internacional Económico que presentan:

Yesenia Florez Checcore

Milagros Maribel Rojas Blas

Asesor:

Dr. Victor Augusto Saco Chung

Lima, 2024

Informe de Similitud

Yo, Victor Augusto SACO CHUNG, docente de la Escuela de Posgrado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) de la tesis titulada(o) Métodos de cuantificación de daños en las expropiaciones indirectas en proyectos mineros en etapa de exploración, de las autoras Florez Checcore, Yesenia y Rojas Blas, Milagros Maribel, dejo constancia de lo siguiente:

El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 17%. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el 22 de octubre de 2024.

He revisado con detalle dicho reporte y la Tesis o Trabajo de investigación, y no se advierte indicios de plagio. Igualmente, el supuesto ocultamiento se debe al uso del color blanco en las letras de los cuadros anexos, pero estos hacen referencias a casos citados.

Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha:

Lima, 28 de Octubre de 2024.

Apellidos y nombres del asesor / de la asesora: SACO CHUNG, Victor Augusto	
DNI: 40663922	Firma
ORCID: 0000-0002-3616-9786	

DEDICATORIA

Dedico esta tesis a mis padres y hermanos. Mi padre, Waldo Frich Flórez Ponce de León, quién con sus valioso ejemplo y constante apoyo me ha motivado a seguir por mis sueños y lograr mis objetivos en mi vida profesional y personal. Mi madre, Domitila Chiccore Bustinza, a quién agradezco por sus consejos, amor, apoyo incondicional y su paciencia. Mis hermanos, Alexander, Frizt y Letizanid Virginia, mis cómplices en la vida, quienes me impulsan a finalizar y empezar nuevos proyectos. Muchos de mis logros se los debo a todos ellos, incluido este.

Gracias familia.

Yesenia Flórez Checcore.

.

AGRADECIMIENTOS

La realización de esta tesis no habría sido posible sin mi mamá, quién fue un apoyo incondicional en este viaje académico que emprendí, desde el momento que decidí estudiar la Maestría en Derecho Internacional Económico.

Un merecido reconocimiento a nuestro asesor de tesis, el doctor Victor Saco, quien con mucha paciencia nos ha acompañado en este camino, siempre brindándonos sus comentarios acertados ante cualquier duda que surgiera en la elaboración de nuestra tesis.

En México, agradezco a mis profesores, la doctora Sabina Sacco, el doctor Herfried Woss, y el profesor Jorge Huerta Goldman del diplomado de Arbitraje Comercial Internacional de la Universidad Iteso Jesuita de Guadalajara por su invaluable apoyo por compartir sus conocimientos en clase y el apoyo bibliográfico. A través de sus lecciones nos motivaron por investigar el fantástico campo de la cuantificación de daños en arbitrajes internacionales.

Quisiera dedicar también esta tesis a mi pequeño Gabriel por enseñarme el amor más puro y por darme las fuerzas de seguir adelante, porque tú eres mi inspiración y la energía para cada desafío.

A cada uno de ustedes, mi más profundo agradecimiento por su invaluable contribución a este viaje académico.

Milagros Maribel Rojas Blas.

RESUMEN

Las reclamaciones por daños en los arbitrajes internacionales de inversión ascienden a más de USD 1000 millones en la primera mitad del siglo XXI. Se infiere de esto la relevancia del asunto de la compensación para el campo del Derecho Internacional. De acuerdo a ello, en los últimos veinte años, ha incrementado la consciencia en círculos académicos sobre la importancia de la valoración y cuantificación en las disputas internaciones sobre inversión. La falta de una práctica uniforme y de criterios claros de aplicación de un método de valoración para cuantificar los daños genera incertidumbre, y anima a los reclamantes a exagerar sus montos de compensación. En el contexto antes señalado, existe una marcada división entre los profesionales del arbitraje internacional de inversiones respecto a la valoración de las inversiones, pues constituye un proceso complejo para los árbitros. En tal sentido, las preguntas que merecen especial análisis son las siguientes. ¿Cuánto puede el inversionista pretender que lo compensen? ¿En qué momento deben valorarse los daños? ¿Deberían los árbitros incluir estos nuevos hechos en la valoración o simplemente ignorarlos? ¿Qué metodología de cuantificación deben usar los árbitros al valorar los daños en las expropiaciones de proyectos de inversión en fase temprana o en marcha? Además de ello, debemos señalar que el sistema actual de indemnización por daños en arbitrajes de inversión posee debilidades. Estas son las sucesivas: a) la tendencia constante al aumento del valor de las reclamaciones presentadas por los inversionistas; y b) la inflación de las reclamaciones. A partir de la revisión de los casos *Crystallex vs. Venezuela*, *Rusoro vs. Venezuela*, *Gold Reserve vs. Venezuela*, *Bear Creek vs. Perú*, *Tethyan vs. Pakistán*, *Copper Mesa vs. Ecuador*, *Khan vs. Mongolia y South American Silver vs. Bolivia*, se analiza los argumentos de los diferentes tribunales arbitrales que aceptan y rechazan el método de flujo de caja descontado. En esta medida, se sustentará la viabilidad de aplicar el método de enfoque de mercado. Con ello, se busca valorar los proyectos mineros en una etapa temprana de desarrollo como un mecanismo eficaz para poder acercar la compensación al valor real de mercado de estos proyectos, bajo el contexto de un arbitraje iniciado bajo un tratado de inversión.

Palabras clave: daños, proyecto de exploración minera, empresa en marcha, compensación paralizante, flujo de caja descontado

ABSTRACT

The increase in damage claims in international arbitrations worth more than $1 billion in the first half of the 21st century suggests that the issue of compensation is one of considerable importance to the field of international investment law. Over the past twenty years, there has been a growing awareness on the academic field about the importance of valuation and quantification in international investment disputes. The lack of uniform practice and criteria for applying a valuation method to quantify damages creates uncertainty and encourages claimants to exaggerate their compensation amounts. In this context, there is a marked division among international investment arbitration professionals regarding the valuation of investments since it constitutes a complex

process for arbitrators. In this sense, the questions that deserve special analysis are the following. How much can the investor expect to be compensated? At what point should the damages be assessed? Should arbitrators include these new facts in the assessment or simply ignore them? What quantification methodology should arbitrators use when assessing damages in expropriations of investment projects in the early or ongoing phase? In addition, we must point out that the current system of compensation for damages in investment arbitrations has weaknesses. These are two main ones: a) the constant trend in the increase in the value of claims presented by investors and b) inflation of claims. From the review of the cases *Crystallex vs. Venezuela, Rusoro vs. Venezuela, Gold Reserve vs. Venezuela, Bear Creek vs. Peru, Tethyan vs. Pakistan, Copper Mesa vs. Ecuador, Khan vs. Mongolia and South American Silver vs. Bolivia*, the arguments of the different arbitral tribunals that accept and reject the discounted cash flow method are analyzed. To this extent, the feasibility of applying the market approach method to value mining projects at an early stage of development will be supported as an effective mechanism to bring compensation closer to the real market value of mining projects under the context of an arbitration initiated under an investment treaty.

Keywords: damages, mining exploration project, going concern, crippling compensation discounted cash flow.

Tabla de Contenido

DEDICATORIA.....3

AGRADECIMIENTO.....4

RESUMEN..... 5

INTRODUCCIÓN..... 9

CAPÍTULO 1: Marco Teórico General.....20

1. Definición de un proyecto minero y sus etapas, recursos minerales y reserva de mineral.....21

1.1. Definición de un proyecto minero.....21

1.1.1. Proyecto minero como inversión o activo de acuerdo con el Convenio CIADI..... 22

1.1.2. Proyecto minero como inversión de acuerdo con los Tratados de Derecho Internacional de Inversiones.....26

1.2. Definición de las etapas de un proyecto minero..... 37

1.3. Definición de recursos minerales, reserva de mineral y depósito mineral..... 41

2. Determinación sobre en qué casos constituye una expropiación indirecta y la obligación de pagar la compensación..... 45

2.1. ¿La sola falta del elemento de pago de compensación genera que una expropiación sea ilegal?.....45

2.2. ¿Bajo qué estándares se compensa a los inversores?.....50

2.3. La expropiación indirecta en los casos Crystallex y Bear Creek.....54

2.3.1. El caso Bear Creek Mining Coporation.....57

2.3.2. El caso Crystallex.....58

CAPÍTULO 2: Cuantificando el valor justo de mercado de una inversión.60

2.1. Posiciones a nivel de doctrina y jurisprudencia en torno a los tres principales métodos de valoración para la cuantificación de un daño..... 64

2.1.1. Enfoque basado en el mercado.....66

2.1.2. Enfoque de activos o de costos.....79

2.1.3. Enfoque en ingresos.....86

2.1.3.1. Método de flujo de caja descontado - DCF.....88

2.1.3.2. Razones para rechazar el método de flujo de caja descontado……91

2.2. Análisis de riesgos de inversión para los proyectos de exploración minera……109

2.2.1. Riesgo social……112

2.2.2. Riesgos comerciales……123

2.2.3. Riesgo país……141

2.3. Enfoques interpretativos de los tribunales arbitrales del CIADI respecto a los criterios para analizar el valor justo de mercado de un proyecto de exploración minera……168

2.3.1. Tipo de reservas y el tamaño del depósito……170

2.3.2. Inversiones en etapa inicial……174

2.3.3. La fecha de valoración……178

2.3.4. Enfoque del análisis del mineral……203

2.4. Valorizando el daño……213

2.4.1. Principales requisitos para que exista una obligación de un Estado en pagar una reclamación de compensación……213

2.4.2. Límites a la compensación en los proyectos de inversión minera en etapa temprana……225

CAPÍTULO 3: Preocupaciones sobre el cálculo en daños y un análisis de los argumentos jurídicos que respaldan el enfoque de mercado para valorar un proyecto minero en etapa temprana……236

3.1. Fundamentos jurídicos que respaldan que el enfoque de mercado es el método más apropiado para analizar un valor justo de mercado de un proyecto de exploración minera……236

3.2. Preocupaciones por el cálculo de daños……243

3.2.1. Discrepancia entre los montos invertidos (capital invertido) y los montos otorgados por compensación……243

3.2.2. Inconsistencia en la jurisprudencia arbitral de la elección del método de valoración……256

3.2. Análisis y postura en relación con una compensación justa……295

CONCLUSIONES……314

BIBLIOGRAFÍA……323

ANEXOS……354

INTRODUCCIÓN

Durante los primeros años del arbitraje internacional de inversiones, los árbitros no comprendían muy bien la complejidad de cuantificar las pérdidas futuras de aquellas inversiones que se encuentren en una etapa inicial de desarrollo del proyecto. La falta de datos en torno a estas inversiones, la falta de comprensión de la teoría de valoración y la industria minera generaron que muchos tribunales arbitrales se basen en cifras concretas plasmadas en las reclamaciones de los inversionistas. Estos se inclinan hacia el uso del método de flujo de caja descontado (en adelante, DCF). El riesgo era, y sigue siendo, que este enfoque —aunque es sencillo de aplicar a cualquier industria— puede usarse con fines de privar injustamente a los Estados receptores de la inversión de su derecho al desarrollo económico. De hecho, aplicando el método DCF, los tribunales de inversión suelen otorgar sumas excesivamente altas por compensación. De esta forma, a lo largo del tiempo, se ha observado que existe una tendencia constante hacia mayores indemnizaciones por daños en las reclamaciones ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) bajo tratados de inversión.

Además, existe una tendencia de los tribunales arbitrales a aplicar el método DCF a aquellas inversiones con no más de cinco años de operación, cuyo eje central en la tesis es el sector minero, sin analizar la etapa de desarrollo de un proyecto minero en lo que se refieren a cuestiones de valoración, como, por ejemplo, aplicar dicho método a proyectos de exploración minera.

En estas, es común que no exista un historial de rentabilidad por la naturaleza de ser una inversión reciente. En esa línea, cuando no existe un historial suficiente de operaciones rentables, a menudo los tribunales argumentan que el método DCF es inapropiado por ser demasiado incierto y especulativo o cuando la empresa o activo no tiene un historial de rentabilidad para ser considerada una empresa en marcha o una empresa en funcionamiento (PWC, 2015, p. 7).

No obstante, como se demostrará en la tesis, a partir de una selección y revisión de laudos arbitrales emitidos en arbitrajes del CIADI, y en arbitrajes seguidos bajo otras reglas de arbitraje (como la CNUDMI y la Corte Permanente de Arbitraje), los tribunales arbitrales han aceptado la valoración DCF para proyectos que aún no han alcanzado un estado operativo a pesar de que solo se recomienda su aplicación cuando un proyecto tenga un historial de rentabilidad como en el caso *Gold Reserve vs. Venezuela* y *Tethyan vs. Pakistán*, lo que ha llevado a una inflación de las reclamaciones en estos laudos.

Ahora bien, consideremos la sensibilidad de un proyecto minero en tanto están más expuesto a riesgos sociales, riesgos regulatorios, riesgos comerciales, la volatilidad de los precios de los metales y minerales, riesgos políticos, y riesgo país. Dichas circunstancias podrían a menudo incentivar a los Estados a actuar mediante expropiaciones oportunistas, expropiaciones ilegales, denegar licencias mineras o revocar concesiones mineras. En muchos de esos casos, los inversionistas buscan una compensación por daños a consecuencia de las pérdidas sufridas por el perjuicio a sus inversiones realizadas, debido a actos imputables al Estado. Estos actos retrasan o

frustran la ejecución del proyecto minero, cuyas disputas se remitirán a un arbitraje internacional de inversiones.

La literatura académica y la jurisprudencial no son unánimes en cuanto a qué método de valoración deben aplicar los tribunales arbitrales. Hasta la actualidad, no se le ha otorgado un lugar central en el análisis de los laudos arbitrales al campo de los daños y perjuicios, pese a que el sistema actual de la jurisprudencia arbitral es inconsistente. Los tribunales tienen discreción para elegir el método más apropiado de valoración; sin embargo, se ha identificado varias preocupaciones de los Estados anfitriones demandados, pues el monto de la compensación que otorgan los tribunales es sumamente excesivo. No obstante, dicha discreción no se extiende cuando los daños son especulativos e inciertos[1].

El panorama se vuelve más incierto en tanto los tribunales arbitrales no consideran los factores del contexto del Estado anfitrión. Estos son diversos: la capacidad de pago del Estado, el impacto de las fases de desarrollo de una mina, el tipo de las reservas minerales, los depósitos minerales, la importancia de que un proyecto minero cuente con estudios de factibilidad y prefactibilidad que aporte información para proyectar con certeza los ingresos futuros para demostrar la viabilidad del proyecto, así como los riesgos de inversión de un proyecto minero, como; por ejemplo, el riesgo país. Todo esto, finalmente, debería impactar en el monto de los daños que los tribunales otorgan.

[1] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2 de marzo del 2015, párrafo 375.

En atención al párrafo antes señalado, es preciso enfatizar que en la presente tesis se analizarán diferentes cuestiones relativas a la compensación. Siguiendo al profesor Marin Paparinskis, se señala que es un hecho que el Derecho Internacional actual permita indemnizaciones abrumadoras, e indica que ello no es necesario y que se puede cambiar para que no sea así (Paparinskis, 2020, p. 40).

Otorgar una compensación abrumadora o excesiva podría imponer una carga devastadora a la economía del Estado receptor de la inversión, debido a que implica grandes desviaciones de recursos nacionales del país que paga (y de sus ciudadanos que necesitan atención médica, educación y otros servicios públicos al país receptor[2])(Comisión de Reclamaciones Eritrea – Etiopía, 21). Dicha postura fue inicialmente adoptada no solo por los tribunales arbitrales en los casos como *Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Pakistán*, *Conocophillips Gulf of Paria BV vs. Venezuela,* sino también por la Comisión de Reclamaciones Eritrea – Etiopía (en adelante, EECC). Esta última señaló su preocupación sobre los enormes daños reclamados por ambos Estados, pues podría ser paralizantes. Además, la Comisión consideró, sin emitir el laudo final, la posibilidad de limitar las indemnizaciones para no comprometer excesivamente la capacidad de los Estados de satisfacer las necesidades básicas de los pueblos. Asimismo, consideró que dicha gran indemnización por daños no resultara grave para la población, y así se evitase una carga final impuesta a una parte que no fuera tan excesiva dada su condición económica. Según la Comisión de Reclamaciones, dicha premisa se basa también en la función que cumple el principio de reparación integral, cuya base es el caso de la Fábrica de Chorzów. Este instaura que la

[2] *Laudo Final – Eritrea's Damages Claims* (2009), paragraph 21.

compensación (no punitiva) tiene la función de restaurar a la parte perjudicada a la posición que habría ocupado de no ser por la lesión. Además, evaluó que, al momento de otorgar compensación, se evalúa desde las circunstancias sociales y económicas del Estado[3]. En ese sentido, desde la Comisión de Reclamaciones, se instauró la posibilidad de que se tenga en consideración el factor contextual de la capacidad de pago como criterio para estimar la compensación. Dichos casos se explicarán con mayor detalle en el capítulo tercero.

En esa misma línea, cabe precisar que el Grupo de Trabajo III de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) consideró, la posibilidad de una Reforma de Solución de Controversias entre Inversores y Estados (ISDS), en su cuadragésima tercera sesión —cuyo eje central fue la determinación de los daños y perjuicios y la indemnización—, la posibilidad de redactar proyectos de disposiciones para incluirlos en los tratados o formular directrices con el fin de incentivar el estudio y análisis de los factores contextuales. Lo anterior comprende asuntos como la capacidad del Estado anfitrión de pagar las indemnizaciones otorgadas, debido al posible efecto paralizante de un laudo para el Estado demandado, y los beneficios de la inversión para el logro de los objetivos de desarrollo sostenible del Estado (Documento A/CN.9/WG.III/WP.220, 2022, párrafo 69). Comprendemos así que, tanto en la casuística como en las diversas sesiones del Grupo de Trabajo III de la CNUDMI, se brinda la posibilidad de establecer un paradigma donde los árbitros analicen no solo los métodos de valoración sino la capacidad financiera del Estado en el momento de la valuación de los daños.

[3] *Laudo Final – Eritrea's Damages Claims* (2009), párrafo 24.

Aunado a ello, los tratados de inversión rara vez brindan orientación sobre la elección del método de valoración, por lo que la elección generalmente queda a discreción de los tribunales arbitrales. De esta manera, la magnitud de las compensaciones reclamadas y otorgadas ha sido a menudo fuente de críticas.

El objetivo principal de este trabajo de investigación es cuestionar y analizar, a través de diferentes decisiones de tribunales arbitrales de inversión —cuya disputa verse sobre la expropiación ilegal e indirecta—, en qué medida el método de valoración de flujo de caja descontado es el método menos apropiado para el cálculo del valor justo de mercado, en la fase previa a la generación de utilidades que constituye la fase de exploración de un proyecto minero que no ha demostrado su capacidad para generar ganancias mediante un historial de desempeño. En ese sentido, otro de los objetivos de la tesis es la identificación de los criterios para analizar el valor justo de mercado de un proyecto en marcha, esto es, un proyecto en etapa inicial de desarrollo. En ese sentido, el objetivo es mejorar la confiabilidad de los daños en los arbitrajes entre inversionistas y Estados que involucren inversiones en etapas iniciales. Lo anterior supone plantear la siguiente pregunta de investigación: ¿La metodología de valoración de flujo de caja descontado es la más apropiada para el cálculo del valor real/valor justo de mercado de una inversión, un proyecto minero en fase de exploración, que sufrió de expropiación indirecta?

En tal sentido, para dar una respuesta a la pregunta formulada en esta investigación, esta se dividirá en tres capítulos: Capítulo I, correspondiente al marco teórico; Capítulo

II, correspondiente al análisis del problema; y, Capítulo III, correspondiente a las soluciones del problema. Sus detalles se explicarán a continuación.

En el Capítulo I, denominado «Marco Teórico General», se podrán a consideración aquellos conceptos jurídicos del Derecho Minero que entran a tallar en el desarrollo de un proyecto minero, y que comprende una serie de fases para que avance a la etapa de operaciones. Los conceptos que se señalarán abarcan desde la conceptualización de un proyecto minero y sus etapas hasta qué es lo que se entiende por «recursos minerales» y «reserva de mineral». Esto se efectuará bajo el análisis de los Estándares de Definición de Reservas y Recursos Minerales del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo (Estándares de Definición CIM), porque estos estándares se mencionan asiduamente en los procedimientos arbitrales. Además, en este capítulo, se pretende dar una respuesta definitiva sobre la naturaleza del proyecto minero como una inversión, reconociendo que este es un ejercicio eminentemente casuístico. En contraste, el objetivo del primer capítulo es analizar, desde un punto de vista general, si las características de un proyecto minero podrían cumplir con los requisitos y criterios más importantes que han sido desarrollados para calificar una actividad minera o activo como una inversión. En ese sentido, se tomarán como premisas de análisis los criterios que han sido desarrollados en el marco del Convenio CIADI y los Tratados Bilaterales de Inversión de las jurisdicciones invocados de los casos para definir qué es una inversión.

En este Capítulo también se analizará los supuestos que constituyen una expropiación indirecta a propósito de los casos *Bear Creek* y *Crystallex*. Asimismo, se analiza si la

sola falta del elemento de pago de compensación vuelve a una expropiación ilegal a partir de un análisis de diversos casos arbitrales.

En el Capítulo II, denominado «Cuantificando el valor justo de mercado de una inversión», se profundizará sobre las implicancias jurídicas de los riesgos que tienden a afectar un proyecto de inversión minera como, por ejemplo, los conflictos sociales mineros y ambientales que perjudican el desarrollo de las minas. Así mismo, se analizará los riesgos sistemáticos y los riesgos asistemáticos, como i) el riesgo social, ii) los riesgos comerciales, y iii) el riesgo país. Además, se realizará un breve análisis de los principales requisitos para que exista una obligación de un Estado para pagar un reclamo de compensación por daños, entre ellos, la causalidad y la certeza razonable. Es preciso señalar que, en la segunda parte del Capítulo II, se desarrollará la revisión de los principales casos arbitrales en los cuales se abarcará el análisis de los límites a la compensación. Esto se debe a que resulta fundamental señalar que una incorrecta cuantificación de daños, también, puede resultar en que los inversores obtengan una compensación injusta. Finalmente, este segundo capítulo analiza lo que en la doctrina y la práctica jurisprudencial se conoce como la fecha de valoración de la inversión en un arbitraje internacional. Si bien la selección de una fecha de valoración por parte de un tribunal puede tener un impacto enorme en el monto de la compensación otorgado a un demandante privado de su inversión por parte del Estado anfitrión, se discute en la actualidad si la valoración debe reflejar solo las expectativas y la información disponible en el momento de la expropiación (enfoque *ex ante*), o utilizar una visión de retrospectiva a la fecha de la emisión del laudo arbitral (enfoque *ex post*) (Lavaud y Recena, 2016, p. 33). La determinación de la fecha de la expropiación y la fecha de valoración para los casos de expropiación directa (ya sea legal o ilegal) es sencilla; sin embargo, fijar la

fecha de valoración para una expropiación indirecta es particularmente difícil (Abdala y Spiller, 2008, p. 111). Ante dicha complejidad, el apartado de este capítulo se dedicará a examinar los beneficios y deficiencias de cada enfoque de valoración, considerando la fecha de valoración como un enfoque interpretativo para analizar el valor justo de mercado de un proyecto de etapa temprana de desarrollo.

En la tercera parte del capítulo II, propiamente se analizarán la existencia de los tres enfoques de valoración comúnmente utilizados en el arbitraje de inversiones (los enfoques basados en activos, mercado e ingresos), así como las características, ventajas y desventajas de cada enfoque. La existencia de múltiples enfoques y métodos de valoración y la discrecionalidad de los tribunales arbitrales para evaluar el valor de las inversiones en base a dichos enfoques, genera la necesidad académica de explorar a través de un análisis doctrinario y jurisprudencial las razones por las que el enfoque de ingresos cuya variante es el método de flujo de caja descontado es rechazado en la práctica arbitral reciente, así como las razones del porqué se debería adoptar un enfoque de mercado en la valoración de las inversiones que califiquen como una empresa en funcionamiento, así como las ventajas y desventajas de cada enfoque de valoración utilizado en el arbitraje de inversión.

En el capítulo III, denominado «Argumentos finales sobre la aceptación y renuencia del método DCF y un análisis de los argumentos jurídicos que respalde el enfoque de mercado para valuar un proyecto minero en etapa temprana», se utilizan los casos emblemáticos *Gold Reserve vs. Venezuela*, *Tethyan vs.Pakistán*, *Bear Creek vs. Perú*, *Crystallex vs. Venezuela*, *Rusoro vs. Venezuela*, *Khan vs. Mongolia y South American Silver vs. Bolivia*. A partir de ello, se indagará sobre las preocupaciones que existen

sobre el cálculo de daños. El estudio de estos casos revela que, en el presente, existe una inconsistencia en la jurisprudencia en tanto algunos tribunales arbitrales —como en los casos *Gold Reserve* y *Tethyan*—han aceptado el método DCF como el método apropiado para cuantificar los daños debido a la naturaleza mercantil del activo minero, que en ambos casos fue el oro. Esto ocurre bajo un contexto de una expropiación sobre un proyecto minero en etapa temprana de desarrollo, el cual se guio de las directrices desarrolladas por el Comité Especial sobre Valoración de Propiedades minerales del Instituto Canadiense de Minería (CIMVAL, 2019). No obstante, existen otros casos —como *Crystallex vs. Venezuela*— donde el tribunal arbitral, como apoyo de sus argumentos en la adopción del enfoque de mercado, estuvo de acuerdo en guiarse de las Directrices CIMVAL 2019. Esto se debió a que el activo materia de disputa era un activo en desarrollo: dicho tribunal sostuvo que el uso del enfoque de comparables (enfoque de mercado) era apropiado para valorar un activo de desarrollo, esto es, el yacimiento minero en etapa de desarrollo como Las Cristinas. Otra inconsistencia que se puede advertir es que tanto *Crystallex* como *Gold Reserve* estuvieron estrechamente relacionados por un factor común: ser minas de oro. Ambos tribunales destacaron la importancia y fiabilidad de proyectar flujos futuros debido a la estabilidad del oro; no obstante, el tribunal arbitral en *Crystallex* negó el método DCF y, en el caso *Gold Reserve,* aceptó el método DCF, lo que reflejó la inconsistencia en esos casos.

De esta forma, en este capítulo, también se abordará que una preocupación sobre el cálculo de daños es que, en los últimos años, los montos de compensación que se otorgan son gigantescos, tal como se analizó en el caso *Tethyan vs. Pakistán* y en el caso *Yukos vs. Rusia*. En ese sentido, se argumentará la sostenibilidad jurídica de consignar un tope o reducción a la compensación que otorgan los tribunales arbitrales

por el monto realmente invertido por el inversionista a fin de reducir el monto de la compensación y lograr una compensación justa para los reclamantes y el estado receptor de la inversión. En tal sentido, se efectuará una revisión de los enfoques favorables y desfavorables con dicha propuesta que están relacionados con aquellas soluciones ofrecidas desde la doctrina y la jurisprudencia.

CAPÍTULO 1: Marco teórico general

En los últimos años, las expropiaciones de activos de inversión extranjera directa se han vuelto más frecuentes en las industrias de extracción de recursos naturales —como el sector minero específicamente— en los proyectos en etapa temprana, los cuales son los proyectos de exploración (Hajzler, 2012, p. 29). En países como Perú, el sector minero desempeña un rol fundamental en su economía al representar más del 50% de las divisas, el 20% de la recaudación fiscal y el 1% del Producto Bruto Interno, la mayor parte de la inversión extranjera (San Martín, 2022, p. 20). En ese sentido, la minería tiene una presencia notable en Perú por ser una actividad con un índice en la economía local, regional y nacional y ser un importante motor económico (Viana, 2018, p. 618).

El párrafo anterior alude a la importancia del sector minero para el Perú, cuya producción de metales está sujeta a las exportaciones mineras que recaen en metales como el cobre y oro. Estos dinamizan la economía, tanto a Perú como a diversos países del mundo asiático (Dammert, 2020, p. 6).

Los proyectos de extracción de recursos naturales están estrechamente relacionados con los gobiernos. En tal sentido, un proyecto minero deberá necesitar permisos obtenidos por los gobiernos, a la vez que las concesiones mineras se adquieren de los gobiernos.

El valor de estos proyectos puede ser muy grande, especialmente después de que se haya completado las inversiones iniciales para desarrollar el proyecto. Estas inversiones en proyectos en etapa inicial representaron aproximadamente un tercio de los arbitrajes entre inversores y Estados en los últimos años (Garrett, Sequeira y Shopp, 2018, p. 262). A pesar de esta prevalencia, la valoración de inversiones en etapas iniciales es un área en la que continúa existiendo una brecha respecto a las técnicas de valoración utilizadas en el arbitraje inversor-Estado (Garrett, Sequeira y Shopp, 2018, p. 263). Por lo tanto, existe una oportunidad potencial para cerrar esta brecha al otorgarles a los árbitros ciertas directrices y recomendaciones para una mejor comprensión de la industria minera, es decir, las fases del ciclo de un proyecto minero y lo que se entiende por un proyecto minero (Garrett, Sequeira y Shopp, 2018, p. 265).

1. Definición de un proyecto minero y sus etapas, recursos minerales, y reserva de mineral

1.1 Definición de un proyecto minero

Al igual que el concepto de un proyecto minero, la noción de «inversión» no tiene una definición homogénea, ni en la doctrina ni jurisprudencia arbitral, pues el significado concreto y las características que la distinguen dependerán de las fuentes de derecho internacional que se apliquen en cada caso. La gran cantidad de Tratados Bilaterales de Inversión y de capítulos de protección de Inversión en Tratados Internacionales generan que sea una labor compleja determinar si un proyecto minero puede ser reconocido como una inversión en todos los escenarios, pero particularmente cuando el fondo de la disputa versa sobre un proyecto en una etapa temprana de desarrollo.

En este capítulo, se pretende dar una respuesta definitiva sobre la naturaleza del proyecto minero como una inversión, reconociendo que este es un ejercicio eminentemente casuístico. En contraste, el objetivo del primer capítulo es analizar este apartado, desde un punto de vista general, si las características de un proyecto minero podrían cumplir con los requisitos y criterios más importantes que han sido desarrollados para calificar una actividad minera o activo como una inversión. En ese sentido, se tomará como premisas de análisis los criterios que han sido desarrollados en el marco del Convenio CIADI y los Tratados Bilaterales de Inversión de las jurisdicciones invocadas de los casos para definir qué es una inversión.

1. 1. 1 Proyecto minero como inversión o activo de acuerdo con el Convenio CIADI

El Convenio CIADI no proporciona ninguna definición que indique qué es una inversión (Shreuer, Malintoppi, Reinish y Sinclair, 2009, p.114). Más aún, puede ocurrir que las definiciones de lo que es una inversión en un tratado de inversiones y los criterios derivados del artículo 25 del Convenio CIADI no coincidan (CIADI, 2006). Por esa razón, el estudio del concepto de inversión resulta interesante a la luz del Convenio CIADI. Por el contrario, calificar a una actividad económica o activo como una inversión es fundamental para determinar la jurisdicción ante el centro de arbitraje CIADI, pues de acuerdo con el Artículo 25 de dicho Convenio señala lo siguiente:

> (1) La jurisdicción del Centro se extenderá a las diferencias de naturaleza jurídica que surjan directamente de una inversión entre un Estado Contratante (o cualquier subdivisión política u organismo público de un Estado Contratante

> acreditados ante el Centro por dicho Estado) y el nacional de otro Estado Contratante y que las partes hayan consentido por escrito en someter al Centro. El consentimiento dado por las partes no podrá ser unilateralmente retirado.

Ante el vacío del artículo 25 del Convenio, nos preguntamos entonces, ¿cómo saber qué es una inversión según el Convenio CIADI? No hay una respuesta uniforme; sin embargo, existen una serie de criterios analizados en la jurisprudencia, como la llamada prueba de Salini (Apostolova, 2020, p. 4).

El test Salini valora cuatro elementos para entender qué es una inversión: i) una contribución sustancial por parte del inversionista, ii) una cierta duración, iii) la asunción de riesgos con la actividad; y iv) la contribución al desarrollo económico del Estado receptor (Schreuer, Malintoppi, Reinisch y Sinclair, 2009, págs. 129-130). Si bien la aceptación de esos criterios no es homogénea, en la casuística arbitral no se sigue al pie de la letra lo establecido por el test Salini. Además, se aumenta criterios complementarios como lo sucedido en el caso *Phoenix Action, Ltd vs. República Checa*, cuyos criterios adicionales fueron los siguientes: i) activos invertidos en conformidad con la ley del estado anfitrión y ii) una inversión de buena fe. Si bien los elementos característicos de una inversión deben ser analizados de manera global e individualmente caso por caso, en la presente tesis, se tomará en cuenta el Test Salini.

A continuación, se expondrá desde esta perspectiva, cómo se cumplirá con cada uno de estos criterios en el caso de los proyectos mineros, teniendo en cuenta la fase inicial temprana de desarrollo como, por ejemplo, en un proyecto de exploración minera. Por supuesto, se reconoce que existe un gran desafío, ya que este ejercicio es

eminentemente casuístico; sin embargo, se abarcará dicho aspecto con el objetivo de ilustrar que existen fuertes argumentos para sustentar que los proyectos mineros son inversiones de acuerdo con el Convenio CIADI y el test Salini.

En la actualidad, los tribunales arbitrales internacionales suelen considerar que no es necesario analizar si la inversión de los demandantes satisface los criterios del Test Salini en atención a lo que dispone el artículo 25 del Convenio CIADI. No obstante, el en el caso *Nachingwea U.K. Limited (Reino Unido), Ntaka Nickel Holdings Limited (Reino Unido) and Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania,* el tribunal arbitral analizó los criterios del Test Salini. Para ello, tomaremos como ejemplo este caso donde el tribunal arbitral analizó todos los criterios que contempla esta prueba, bajo los siguientes argumentos:

Primero, en cuanto al riesgo y la duración, el Tribunal sostuvo que los Demandantes habían invertido en el Proyecto desde al menos del año 2015 en adelante, sin obtener ningún ingreso de este. Segundo, en cuanto a la contribución al desarrollo económico del Estado anfitrión, el Tribunal sostuvo que el Proyecto satisfizo este criterio, pues los Demandantes descubrieron un depósito de sulfuro de níquel de importancia comercial, sobre el cual Tanzania acordó otorgar la Licencia de Retención. Cabe recordar que el propósito del Proyecto era desarrollar un activo mineral hasta convertirlo en una mina en producción a partir de la exploración de depósitos de sulfuro de níquel. El Tribunal también señaló que el desarrollo del Proyecto por parte de las Demandantes contribuyó al desarrollo económico de las comunidades locales mediante, entre otras cosas, oportunidades de empleo y capacitación, así como infraestructura local. Por las razones anteriores, el Tribunal arbitral determinó que los Demandantes han realizado una

inversión en él a partir del Convenio del CIADI, y que las presentes reclamaciones surgen de esa inversión[4].

Otro ejemplo que podemos citar es el caso *Crystallex vs. Venezuela*, donde el tribunal arbitral analizó los criterios que engloba la prueba Salini.

1. Contribución sustancial: Crystallex invirtió más de USD 500 millones en el proyecto lo que incluyó la adquisición de equipos de extracción y procesamiento que pudo afectar posteriormente al proyecto, la pavimentación y extensión de la pista de aterrizaje, y la construcción de un relleno sanitario para la disposición de desechos sólidos. Así mismo, Crystallex llevó adelante un programa de perforación del yacimiento minero, con el fin de aumentar las reservas minerales.

2. Cierta duración: la duración se refiere al contrato de operación minera.

3. Riesgos: Crystallex indica que no asumió riesgo alguno dado que este era la responsable del proyecto minero Las Cristinas, independientemente de la viabilidad económica del proyecto.

4. Contribución al desarrollo económico: Crystallex implementó programas sociales para el beneficio de las comunidades que rodeaban el proyecto minero y generó una importante cantidad de puestos de trabajo en la comunidad local.

[4] *Nachingwea (UK), Ntaka Nickel Holdings Limited (UK) & Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania* (ICSD Case No. ARB/20/38), Laudo, 14 de julio de 2013, párrafo 170.

Las lecciones que podemos sacar de estos dos casos son las siguientes. En la actualidad, los tribunales arbitrales suelen analizar si existe una inversión bajo la interpretación del tratado. Asimismo, en muchos pocos casos se dedicarán a examinar si cumple con el test Salini, concepción adoptada bajo el artículo 25 del CIADI, debido a que la jurisprudencia arbitral no es uniforme en que se aplique taxativamente los 4 requisitos que impone dicho test. No obstante, los reclamantes suelen adoptar en sus alegaciones el análisis de los criterios de Salini a fin de que desestime las reiteradas objeciones jurisdiccionales que deducen los Estados demandados.

1. 1. 2 Proyecto minero como inversión de acuerdo con los Tratados de Derecho Internacional de inversiones

Caso de estudio: Bear Creeek Mining Corporation vs. Perú

La definición de un proyecto minero es analizada en varios laudos arbitrales, como en el caso *Bear Creek vs. Perú.* En ese sentido, es preciso analizar el artículo 847 del Tratado de Libre Comercio (en adelante, TLC) que prevé una definición expresa y amplia del término inversión. Así el artículo señala:

> Capítulo 8: Artículo 847 del TLC:
>
> Inversión significa:
>
> Una empresa
>
> . . .

h) La participación que resulte del compromiso de capital u otros recursos en el territorio de una Parte para el desarrollo de una actividad económica en el territorio.

Igual que en este caso, existe una marcada línea en la jurisprudencia en sostener que tanto el TLC y el Convenio CIADI son instrumentos relevantes para determinar si existe una inversión en tanto constituyen *lex specialis* y prevalecen sobre cualquier otra fuente de derecho aplicable a la controversia[5].

En este punto, el razonamiento del tribunal se basó en lo siguiente. (i) Una inversión se compone de diversas actividades económicas interrelacionadas que no deberían considerarse de forma aislada, que finalmente conduzcan a la implementación de un proyecto, por ejemplo, en la industria minera. (ii) La demandante adquirió concesiones mineras en tanto era titular de los derechos mineros de exploración y explotación dentro de las áreas de concesión. (iii) Los años que el demandante dedicó a los costosos esfuerzos de exploración y explotación en el Estado demandado y que diera como resultado el descubrimiento de mineralización significativo de plata en la zona del proyecto Santa Ana[6]. Según el tribunal arbitral, se sostuvo que los hechos antes descritos se encuentran dentro de la definición de inversión del artículo 847 TLC, lo cual constituye una inversión protegida.

[5] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 278.
[6] *Besar Creek Mining Corporation vs. Perú* (ICSID Case No ARB/14/21, Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 296.

Caso de estudio: *Rusoro vs. Venezuela*

A efectos de analizar el concepto de inversión en el caso *Rusoro vs. Venezuela*, es preciso examinar el Tratado bilateral de inversión (en adelante, TBI) o tratado suscrito entre las partes. Dicho tratado es el Acuerdo entre Canadá y Venezuela para la Promoción y la Protección de Inversiones de fecha 1 de julio de 1996. Esta regula en su artículo 1 inciso f) la definición de inversión, en los siguientes términos:

> . . . ***cualquier clase de bienes de propiedad de un inversor de una Parte Contratante*** . . . en el territorio de la otra Parte Contratante de acuerdo con las leyes de ésta. [Énfasis agregado]

En el caso Rusoro, el análisis del tribunal arbitral, a efectos de determinar si existe una inversión protegida, se centró en los activos que adquirió indirectamente el control de las empresas venezolanas la demandante sin obtener la autorización de Venezuela. Por otra parte, Venezuela sostuvo que Rusoro adquirió sus activos mineros en violación del artículo 29 de la Ley de Minas, cuyo objetivo es regular que el derecho de exploración y explotación que se deriva de la concesión es un derecho real inmueble. Las inversiones realizadas por Rusoro fueron anunciadas públicamente a la prensa y divulgada en la Bolsa Canadiense, además de declarada en los estados financieros anuales publicados por Rusoro[7].

Ahora bien, el tribunal arbitral desestima la excepción jurisdiccional planteada por Venezuela de que la inversión que realizó Rusoro no constituye una inversión protegida dado que el tribunal arbitral afirma que Rusoro formalizó su inversión a través de la

[7] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 307.

adquisición o el control de sociedades extranjeras, una actividad que no exigía autorización administrativa.

Caso de estudio*: Nachingwea UK Limites y otros vs. Tanzania*

El reciente laudo arbitral emitido en el mes de julio del año pasado es el caso CIADI Nachingwea UK Limited, Nachingwea Nickel Limited y Ntaka Nickel Holdings Limited vs Tanzania que presenta un interesante análisis ya que explica la filosofía detrás de aquellas exploraciones mineras que se encuentran en etapa inicial cuyo tema en discusión por el tribunal arbitral se centró en lo siguiente: (i) determinar si es válido o no el argumento de la demandada respecto a si el proyecto minero de Níquel Ntaka Hill (en adelante, el proyecto) califica o no como una inversión según el TBI y si los demandantes realizaron alguna inversión dentro del significado del TBI, (ii) si una inversión debe realizarse activamente; y (iii) si los demandantes realizaron una inversión activa.

Por otro lado, es preciso señalar que los demandantes invocando el TBI o tratado suscrito entre las partes, este es, el Acuerdo entre el Gobierno del Reino Unido de Gran Bretaña y del Norte Irlanda y Estados Unidos y la República de Tanzania para la Promoción y Protección de Inversiones que entró en vigor el 2 de agosto de 1996, formularon una demanda arbitral contra Tanzania alegando, entre otros, una expropiación a sus inversiones.

Respecto al primer aspecto en análisis, el tribunal arbitral examinó varios elementos para determinar si el proyecto califica o no como una inversión según el TBI. El primer

elemento fue lo que considera qué es una inversión según el tratado. Así, el Artículo 1 del TBI define una inversión en términos amplios como: «todo tipo de activo admitido de conformidad con la legislación y regulaciones vigentes en el territorio de la Parte Contratante en la que se realiza la inversión». Asimismo, el artículo 1 establece además que el término inversión incluye: «Entre otros, bienes muebles e inmuebles y cualquier otro derecho de propiedad, acciones de una empresa, derechos de propiedad intelectual y "concesiones comerciales conferidas por ley o en virtud de contrato, incluidas las concesiones". buscar, cultivar, extraer o explotar recursos naturales»[8].

El segundo elemento fue lo que considera también a qué se refiere una inversión según el inciso 1 del artículo 8 del TBI. Así, el artículo 8 del TBI impone un requisito sobre si la disputa se refiere a una inversión de los demandantes en el territorio de Tanzania. Así, el inciso 1 del artículo 8 fue redactado bajo los siguientes términos:

> Each Contracting Party hereby consents to submit to [ICSID] for settlement by conciliation or arbitration under the [ICSID Convention] any legal dispute arising between that Contracting Party and a national or company of the other Contracting. Party concerning an investment of the latter in the territory of the former.

[8] *Nachingwea (UK), Ntaka Nickel Holdings Limited (UK) & Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania* (ICSD Case No. ARB/20/38), Laudo, 14 de julio de 2013, párrafo 170.

El tercer elemento se centró en si los demandantes son propietarias del proyecto. En ese sentido, el tribunal arbitral determinó que los reclamantes acreditaron que eran propietarios de dichos proyectos con certificados de acciones que probaba la participación accionaria como sociedad constituida a la luz de la legislación vigente de Tanzania en ese entonces[9]. El cuarto elemento se centró en determinar qué comprendía el proyecto.

En ese sentido, el tribunal arbitral sostuvo que el proyecto comprendía varios activos en Tanzania incluidas las acciones adquiridas por las demandantes. No obstante, un hecho que tuvo impacto en la decisión del tribunal fue que los demandantes obtuvieron una licencia de retención que sería un ejemplo de una concesión minera, cuyo objeto era la extracción y explotación de recursos naturales. A esto se suma el criterio de que las inversiones de las demandantes cumplieron con el elemento de contribución al desarrollo económico en tanto realizaron inversiones en la infraestructura de la comunidad local. Por tales motivos, el tribunal arbitral sostuvo que el proyecto minero de níquel sí encaja dentro de la definición de inversión de un TBI[10].

Respecto al segundo aspecto en análisis, el tribunal arbitral sostuvo que el contenido del TBI no impone un requisito previo para que una inversión sea activa. En el presente punto es preciso indicar que, generalmente, los estados demandados se oponen a la jurisdicción, alegando que los demandantes no han controlado activamente los activos

[9] *Nachingwea (UK), Ntaka Nickel Holdings Limited (UK) & Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania* (ICSD Case No. ARB/20/38), Laudo, 14 de julio de 2013, párrafo 130.
[10] *Nachingwea (UK), Ntaka Nickel Holdings Limited (UK) & Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania* (ICSD Case No. ARB/20/38), Laudo, 14 de julio de 2013, párrafo 124.

que formaban la inversión y que simplemente mantienen su inversión pasivamente a través de sus subsidiarias. En ese punto, se origina el debate en la jurisprudencia.

Ahora bien, el tribunal arbitral observó que las demandantes aportaron elementos de pruebas a través de sus estados financieros que realizaron aportes de capital y gastos históricos. Asimismo, el tribunal arbitral enfatizó que en ningún artículo del tratado especifica que este sólo protegería las inversiones activas y que, por tanto, excluiría a las inversiones pasivas en atención a la definición de inversión del artículo 1 del TBI[11].

Respecto al tercer aspecto en análisis, el tribunal arbitral determinó que los demandantes sí realizaron una inversión activa, pues demostraron que incurrieron en costos por el proyecto de exploración minera en la suma ascendente de USD 17,6 millones en el proyecto, lo que constituiría contribuciones de capital[12].

Resulta fundamental precisar que el análisis de los tribunales respecto a si una inversión se realizó de forma activa se ha podido observar en la jurisprudencia. Esto sucedió en el caso *Glencore vs. Bolivia*. En él, la parte demandada deduce una excepción de jurisdicción a fin de cuestionar la jurisdicción del tribunal, al afirmar que Glencore no había demostrado que haya invertido activamente para recibir protección del Tratado.

[11] *Nachingwea (UK), Ntaka Nickel Holdings Limited (UK) & Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. Tanzania* (ICSD Case No. ARB/20/38), Laudo, 14 de julio de 2013, párrafo 164
[12] *Ibid, párrafo 164.*

En este caso Bolivia, en sus escritos de contestación de demanda y dúplica, hizo referencia a la teoría de la inversión activa centrada en determinar que la demandante tenía que haber efectuado una inversión activa, en el sentido de una contribución activa, para poder gozar de la protección que ofrece el Tratado. Además, la demandante debía dirigir de forma directa y activa la adquisición, gestión u operaciones de sus activos. Por su parte, la demandante demostró que el Tratado no establece requisito de tal, posición que compartió el tribunal arbitral. De igual forma, la demandante, sin perjuicio de ello, demostró que efectuó una contribución activa mediante un pago dinerario de más de USD 313,8 millones durante 7 años, esto es, teniendo en cuenta el período entre la licitación cuyo ganador fue Glencore International que inició en el año 2005 y la nacionalización de la mina de Colquiri, situación que ocurrió en el año 2012[13].

En este caso, la objeción jurisdiccional de Bolivia se centró en que se analice la inversión junto a los criterios del artículo 25 del Convenio CIADI. Dichos criterios no resultan aplicables en un caso de la CNUDMI como ocurrió en la presente disputa. En ese sentido, coincidimos con la postura del tribunal de *White Industries* que explicó con claridad que la definición de inversión del CIADI, conocido como el test Salini, no resulta de aplicación fuera del ámbito del Convenio del CIADI[14]. Sin perjuicio de ello, la demandante Glencore cumplió los criterios bajo los términos del Convenio del CIADI en tanto, respecto a la contribución sustancial del inversionista, se cumplió el primer criterio del test Salini. Desde el punto de vista doctrinal, este requisito se basa en la contribución de capital por parte del inversor en el Estado receptor (Sabahi, Rubins, y al, X. Notion

[13] Escrito de Demanda en el caso Glencore vs. Bolivia (PCA Case No. 2016-39), párrafo 35-62.
[14] *White Industries Australia Limited vs. República de India* (CNUDMI), Laudo Final, 30 de noviembre de 2011, párrafos 7.4.8–7.4.9.

of Investment, 2019, p. 353) y se evidencia, en los aportes sustanciales que efectuó Glencore hace tres años bajo un precio de compra de USD 313,8 millones, más los costos de adquisición relacionados para adquirir sus inversiones en Bolivia, que, a su vez, incluían Colquiri y Vinto[15].

Más aún, Glencore alegó haber efectuado considerables aportes a la economía boliviana y al sector minero boliviano como, por ejemplo, aportes a las comunidades locales, pago de impuestos, cánones, generación de puestos de trabajo, educación, acceso a la salud y mejor infraestructura a las comunidades locales. Esto fue hecho pese a que, claramente, dicha inversión involucraba un riesgo por la evolución de los precios de los metales[16].

Una reflexión que se desprende del caso *Glencore vs. Bolivia* es que el tribunal arbitral señala que, incluso en arbitrajes ajenos al CIADI, como sucedió en este caso, el análisis de la inversión protegida es obtenida únicamente del sentido amplio contenido en el TBI. Esta situación sucede de manera similar en los casos CIADI, como se analizó en líneas anteriores.

Siguiendo nuestro análisis de la jurisprudencia antes señalada, en el caso Tanzania, podemos observar que los tribunales arbitrales consideran que los tratados no exigen

[15] Escrito de Réplica de la demandante sobre el fondo y de respuesta sobre las objeciones jurisdiccionales en el caso Glencore vs. Bolivia, (PCA Case No. 2016-39), párrafo 262.
[16] Escrito de Réplica de la demandante sobre el fondo y de respuesta sobre las objeciones jurisdiccionales en el caso Glencore vs. Bolivia, (PCA Case No. 2016-39), párrafo 263.

que las inversiones deban encontrarse en una etapa particular. Un ejemplo de ello es la etapa de exploración minera para entrar dentro del alcance de protección del TBI a efectos de determinar si se considera o no una inversión. Esto se debe a que este caso nos demuestra que lo relevante para el tribunal arbitral fue que los demandantes hayan realizado aportes de capital o una inversión en Tanzania, en tanto que el tribunal arbitral en el presente caso sostuvo que el simple hecho de que el reclamante haya iniciado un proyecto de exploración de recursos naturales resulta costoso; por tanto, constituye una inversión según el inciso 1 del artículo 25 del Convenio. Otra reflexión es que generalmente el contenido de los tratados no contempla ningún requisito expreso previo para que las inversiones se realicen activamente, como sucedió en el caso *Glencore vs. Bolivia*.

Estos laudos emitidos por los tribunales arbitrales, cuyo contenido exterioriza el esfuerzo por parte de los árbitros, al tratar de señalar aquellos elementos comunes entre las inversiones efectuadas en los Estados demandados como Bolivia, Venezuela y Tanzania, refleja de esta manera la creciente evolución de la concepción del proyecto minero como inversión o activo. En esta medida, resulta fundamental no sólo revisar la casuística sino también los principales conceptos jurídicos que están de por medio en la interacción entre un proyecto minero y sus etapas, a la luz de la doctrina del derecho minero.

Así, podemos observar, a través de la doctrina del derecho minero, que un proyecto minero, es una actividad que lleva a una decisión y será sometida a un análisis sobre el uso de un recurso mineral, con el objetivo de incrementar, mantener o mejorar la

producción de bienes o prestación de servicios. Esta actividad se origina tanto de la existencia de un mercado que demanda metales, como de la existencia geológica de minerales en la tierra.

De esta manera, diferentes legislaciones, tales como la legislación peruana, regulan y definen las reglas y normas para la realización de un proyecto minero, con el fin de que sea exitoso. En tal sentido, la Ley General de Minería (LGM), peruana, regulada por el Decreto Supremo Nº 014-92-EM, regula las etapas de un proyecto minero que requieren inversión pública o privada, tiempo y esfuerzo. Estas etapas son a continuación detalladas: 1) Cateo o prospección, 2) Exploración, 3) Explotación, 4) Beneficio, 5) Comercialización; y 6) Cierre. Estas mismas deben de contar con las licencias y autorizaciones otorgadas por diversas instituciones del Estado.

Por otro lado, los Estados, durante el desarrollo de un proyecto minero, sin perjuicio de la etapa en la que se encuentren, pueden incumplir los estándares establecidos en los tratados bilaterales de inversión. Esto ocurre en los casos de las expropiaciones ilegales e indirectas y causan un daño como consecuencia directa de la violación de los tratados. Estas mismas buscarán ser compensadas previo a una valoración y determinar así la responsabilidad internacional de los Estados por las medidas expropiatorias que se llevaron a cabo.

1.2 Definición de las etapas de un proyecto minero

Siguiendo a San Martin Villaverde (2022, p. 19), las actividades mineras comprenden la extracción, el tratamiento y el posterior almacenamiento de los minerales ubicados en la zona mineralizada. Dichas actividades mineras, según el autor, son el cateo, la prospección, la exploración, la explotación, el beneficio, el transporte, la comercialización y el almacenamiento. No es objeto de esta tesis explicar todas las fases de un proyecto minero, dado que estos se encuentran detallados en forma bastante precisa en la legislación minera peruana y en la doctrina de Derecho Minero; no obstante, únicamente haremos referencia brevemente de los conceptos de cada fase (pero sí resulta relevante hacer mención que nuestro foco de atención es la fase de exploración minera).

Podemos observar que la legislación peruana, en la misma línea que señala San Martín Villaverde (2022, p. 34), ha regulado las fases que engloba el ciclo de vida de un proyecto minero, los cuales son: 1) cateo o prospección, 2) exploración, 3) explotación, 4) beneficio, 5) comercialización, 6) cierre. No obstante, para efectos de la presente tesis, se tomará en cuenta el ciclo de vida típico de un proyecto minero (Chodorow y Dorobantu, 2022, p. 378) en atención a la doctrina del derecho minero y la casuística arbitral internacional que será analizada en el tercer capítulo. Ellos son los siguientes:

1. Prospección
2. Exploración
3. Desarrollo
4. Construcción
5. Operación o Producción

6. Cierre

1. Prospección

La prospección es la etapa en la que se busca minerales aprovechables en una zona determinada. El objetivo de esta etapa es lograr un conocimiento general del área de interés, principalmente ubicar anomalías geológicas en donde se pueda encontrar un depósito de mineral (Herrera, 2017, p. 4).

2. Exploración

La finalidad de esta etapa es el descubrimiento de reservas y valores de los yacimientos mineros. Además, cabe precisar que la producción anual de los recursos minerales versus el consumo y demanda de dichos recursos y reservas minerales son medidas que impactan en la clasificación de un Estado de un país como desarrollado, en desarrollo o subdesarrollado (Swapan, 2013, p.1).

Recordemos que la exploración minera es necesaria para la ubicación de nuevos yacimientos y su promoción es determinante para la sostenibilidad del sector minero, así como la mejora de su competitividad. Así Swapan señala que durante el proceso de nuevos descubrimientos y exploraciones de yacimientos mineros que tengan como objetivo un centro de producción y explotación requiere un largo periodo de creación de 5 a 20 años. Para eso el entorno favorable a la inversión, la transparencia y la voluntad del estado y de las empresas de exploración son esenciales para el desarrollo minero en cualquier país (Swapan, 2013, p.4).

Bajo esa perspectiva, la doctrina subraya que esta etapa permite hallar la capacidad mineral existente en un yacimiento minero y sirve para visualizar la viabilidad económica del proyecto (San Martín Villaverde, 2022, p. 35).

Es importante señalar que, dentro de la fase de exploración, se podrá realizar actividades de perforación y muestreo para investigar el potencial de depósito mineral. Además, con base en los resultados de la exploración, se puede realizar estudios para investigar si la mineralización identificada durante la exploración puede explotarse económicamente y, si existe un plan justificable para comenzar el desarrollo, formular un plan de operación, equilibrando los factores sociales y ambientales (Nyer y Xuefeng, 2019, p. 87). Es preciso enfatizar que esta fase es realizada con previa autorización, mediante una concesión minera.

3. Desarrollo

La etapa de desarrollo será aquella en la que se definen cada uno de los elementos que serán necesarios para la extracción del mineral y su disposición en el lugar más adecuado como, por ejemplo, infraestructuras necesarias (Herrera, 2017, p.8). Es en esta etapa, así como en la etapa de exploración, que se origina las disputas sobre las licencias y permisos (Chodorow y Dorobantu, 2022, p. 378)

4. Construcción

Una vez que se completa la fase de desarrollo, comienza la fase de construcción. Cuando se extrae el mineral de un yacimiento minero, se extrae una roca sin valor aparente. No obstante, luego, en esta planta se trata dicha roca mediante el aislamiento

de otros minerales y de toda sustancia contaminante, de manera que se pueda obtener el mineral y sea transportado. Aquí sí es necesario un título habilitante de concesión de beneficio (San Martín Villaverde, 2022, p.35).

5. Operaciones o Producción

Durante la fase de operaciones, los gobiernos reciben los pagos de las regalías y otros impuestos a la producción. La etapa de operaciones puede durar varias décadas, pero pueden suspenderse durante largos períodos cuando los bajos precios del mercado generan que la extracción no sea rentable (Canadian Audit & Accountability Foundation, 2017, p.25).

Una vez en la etapa de operación, el valor de la mina depende del precio de mercado del mineral y el pacto regulatorio que involucre los términos de operación. Si el plazo para la mina es suficientemente largo —por ejemplo, 30 años— y se confirma que las estimaciones de reservas son precisas, la tasa de producción anual debería estar relativamente estable. Una vez que las reservas comienzan a disminuir, también lo hará el valor de la mina a medida que se agoten las reservas (Nyer y Xuefeng, 2019, p. 88).

6. Cierre de la Mina

En torno a la idea de lo que significa la fase del cierre de una mina, dicha etapa ocurre cuando un depósito minero se agota o cuando se considera que las operaciones ya no son rentables. Así, la mejor forma de cerrar un sitio minero es comenzando por retirar todas las estructuras y equipos, y devolver el sitio a su condición original o a una condición acordada que satisfaga las necesidades futuras de la comunidad (Canadian Audit & Accountability Foundation, 2017, p.24).

De las etapas anteriormente mencionadas dentro del ciclo de vida de un proyecto minero, destaca la fase de exploración minera, pues representa una fase donde se origina la mayoría de las disputas generalmente por cancelación de permisos gubernamentales o cancelación de la licencia social para que el inversionista pueda poner en marcha su proyecto minero. En tal, sentido, esta fase apunta a que los inversionistas en la etapa de exploración deban realizar un estudio de pre-factibilidad para tomar la decisión de seguir adelante o no con el proyecto de inversión minera.

Un breve resumen de las etapas o fases de un proyecto minero; se dirige a sostener que una característica clave es que en sus primeras etapas existe la dificultad de atribuirles un valor antes de que avancen a la etapa de explotación. A diferencia de la exploración de petróleo y gas, donde las técnicas sofisticadas de imágenes y las pruebas de pozos pueden proporcionar información extensa sobre un yacimiento de hidrocarburos, es extremadamente difícil predecir las propiedades geológicas de un depósito mineral sin realizar trabajos de perforación, pruebas e ingeniería. Como resultado, es muy difícil atribuir un valor preciso a un proyecto minero en etapa inicial. (Fry y Bret, 2019, p.2).

1.3 Definición de recursos minerales, reserva de mineral y depósito mineral

Recursos minerales y reserva del mineral

«Reserva mineral» y «recursos minerales» son términos tan importantes como el de un «proyecto minero», ya que dichos conceptos permitirán identificar la decisión de invertir en forma correcta en un proyecto y ello impactará en el desarrollo minero de un país. Durante todos estos años, diversas jurisdicciones mineras han desarrollado

lineamientos o estándares para estimar el valor de un proyecto minero entre todos los participantes del mercado (Nyer y Wu, 2019, p.70). Un ejemplo destacado son los Estándares de Definición de Reservas y Recursos Minerales del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo (Estándares de Definición CIM).

Estos estándares se mencionan cada vez más en procedimientos de arbitraje; incluso, un tribunal los describió como estándares uniformes para la industria minera[17].

Dos conceptos clave son reflejados en los Estándares de Definición del CIM: «recursos minerales» y «reservas minerales». Siguiendo dichos estándares, se puede señalar que un recurso mineral es un material sólido de interés económico sobre la corteza terrestre donde existan perspectivas razonables para una eventual extracción económica. Las características geológicas del recurso mineral se conocen e interpretan a partir de la información geológica disponible sobre el depósito mineral, y la información técnica y económica que se ha generado sobre el yacimiento minero según los Estándares antes señalados (Estándares de Definición CIM).

De forma similar a lo que se ha regulado en los Estándares del Instituto Canadiense de Minería y Metalurgia, la doctrina concuerda en sostener que «recurso mineral» es la concentración natural in situ o la ocurrencia de mineralización dentro de una envoltura geológicamente definida (Código CIM, 2014, p. 4). Por su parte, la «reserva mineral» es esa parte bien definida del depósito en un corte específico después de la finalización de la exploración detallada (Código CIM, 2014, p. 5). Bajo estas definiciones, se prepara un estudio de prefactibilidad o un informe de factibilidad para tomar una decisión de

[17] *Quirobax S.A. & Non Metallic Minerals vs. Bolivia* (ICSID Case No ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de párrafo 393-394.

inversión. El uso de las reservas está relacionado con la extracción económica del yacimiento. (Swapan, 2013, p.138)

Cuando escribíamos estás líneas, el 08 de septiembre de 2023, se publicó el laudo del caso *Glencore Finance vs. Bolivia*; en este caso en concreto el tribunal engloba los conceptos de reserva mineral y recursos minerales, teniendo en consideración los Estándares de definición del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo.

En virtud a las definiciones antes señaladas, la doctrina y la jurisprudencia internacional relativa a un recurso y reserva mineral tendrán elementos en común, como en el caso *Glencore vs. Bolivia*, donde el tribunal arbitral señaló que la reserva mineral es la parte económicamente explotable de un recurso mineral. Así mismo, señaló que las reservas representan la cantidad de mineral que se puede extraer económicamente durante la vida útil de la mina con un nivel razonable de certeza basado en los parámetros técnicos, y el entorno económico conocidos y esperados al momento de la estimación[18].

Adicionalmente, los Estándares de Definición de Reservas y Recursos Minerales del, Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo señalan que la noción de reserva mineral incluye una determinación de la viabilidad tanto técnica como económica de explotar un recurso mineral y que está definido por estudios a nivel de prefactibilidad o factibilidad (Código CIM, 2014, p.6).

[18] *Glencore Finance (Bermuda) LTD vs. Bolivia* (PCA Case No 2016-39), Laudo, 8 de septiembre de 2023, párrafo 332.

Como reflexión, vale la pena citar también la opinión del tribunal arbitral en relación al concepto de «recurso mineral»[19]. En este, se intenta explicar que un recurso mineral es una concentración o aparición de material sólido de interés económico sobre la corteza terrestre en tal forma, grado o calidad y cantidad que existen perspectivas razonables para una eventual extracción económica[20]. Este concepto hace alusión a los Estándares de Definición de CIM para Recursos Minerales y Reservas Minerales publicado el 10 de mayo de 2014.

Como observaremos en los próximos capítulos, los conceptos de «reserva mineral» y «recursos minerales» son analizados en distintos laudos teniendo en consideración los Estándares de Definición del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo para Recursos Mineros y Reservas Minerales.

Depósito mineral

Otro aspecto importante es el de entender qué es un depósito mineral. En la industria minera, un depósito de mineral es una concentración natural de uno o más minerales dentro de la roca huésped. Los yacimientos mineros, al ser un activo no renovable explotable, deben utilizarse con sensatez en el presente y conservarse en el futuro. El principal producto básico de una mina de zinc, plomo, cobre y plata es el zinc y los productos asociados son el plomo y el cobre (Swapan, 2013, p.7). El valor de todos los productos básicos se considerará colectivamente para la valoración el mineral y la mina

[19] *Glencore Finance (Bermuda) LTD vs. Bolivia* (PCA Case No 2016-39), Laudo, 8 de septiembre de 2023, párrafo 332.
[20] *Glencore Finance (Bermuda) LTD vs. Bolivia* (PCA Case No 2016-39), Laudo, 8 de septiembre de 2023, párrafo 333.

(Swapan, 2013, p.7). El valor de un proyecto minero depende de sus depósitos minerales debido a su carácter no renovable (Nyer y Wu, 2019, p. 87).

2. Determinación sobre en qué casos constituye una expropiación indirecta y la obligación de pagar la compensación

2.1. ¿La sola falta del elemento de pago de compensación genera que una expropiación sea ilegal?

La mayoría de los acuerdos internacionales de inversión contienen diversas disposiciones sobre una expropiación. Ahora bien, en un intento por lograr un equilibrio entre la autoridad soberana para disponer de la propiedad privada y los intereses de protección de la inversión, la mayoría de los tratados de inversión prohíben la expropiación, excepto cuando se cumple ciertos criterios de legalidad. Uno de esos criterios es otorgar una compensación por la expropiación. La obligación de pagar por una expropiación es un deber primario creado por la disposición pertinente de no expropiación y, por lo tanto, debe distinguirse del deber secundario de proporcionar compensación por expropiación ilegal como una modalidad de reparación (Khachvani, 2017, 385).

Un claro ejemplo de cómo los tratados incluyen cláusulas de no expropiación que imponen ciertos requisitos para que una expropiación sea lícita es el artículo VII del Tratado Canadá y Venezuela. Este dice lo siguiente:

> Las inversiones y ganancias de los inversores de una de las Partes Contratantes no serán nacionalizadas, expropiadas o sujetas a medidas de efecto equivalente a la nacionalización o a la expropiación en el territorio de la otra Parte Contratante, excepto para un fin público, conforme al debido proceso de ley, de manera no discriminatoria y mediante una compensación pronta, adecuada y efectiva.

A pesar de la redacción a menudo clara de los tratados aplicables que prohíben la expropiación sin compensación, a veces se afirma que la falta de compensación no hace que una expropiación sea ilegal. Esto se debe a que el tribunal arbitral internacional que analiza la disputa tiene la obligación de determinar la compensación debida. Por otra parte, algunos tribunales consideran que, si una expropiación carece de compensación, el Estado que realiza la expropiación no está obligado a brindar una reparación integral, porque el estándar de compensación del tratado actúa como *lex specialis* que deroga la regla consuetudinaria de reparación integral.

Sobre lo expuesto, nos preguntamos qué pasa cuando lo único que falta a una expropiación para ser lícita es el pago de la compensación.

Hay varias respuestas que pueden marcar el razonamiento por seguir: (i) la falta de compensación no es suficiente para sostener que la expropiación sea ilegal según el derecho internacional; no obstante, los tribunales suelen otorgar indemnización por daños; o (ii) una expropiación que simplemente carece del elemento del pago de compensación es ilegal (Khachvani, 2017, p. 391).

A nivel jurisprudencial, hay tribunales que adoptan el criterio (i), a partir del caso *Tidewater vs. Venezuela*. En este caso, el tribunal razonó que una expropiación que solo requiere el pago de compensación no debe de ser tratada como una expropiación ilegal. Una postura similar fue adoptada en *ConocoPhillips vs. Venezuela*, cuyo árbitro disidente opinó que la obligación de pagar una compensación no es una condición de legalidad del acto de expropiación sino una obligación secundaria que se deriva de ese acto, asimismo señaló que sin embargo en el caso de que el incumplimiento del Estado anfitrión de la obligación de compensar puede afectar la legalidad de la expropiación es cuando la compensación ofrecida es ilusoria, es decir, cuando es tan insignificante como para equivaler a una negativa a pagar una compensación, lo cual convierte a la expropiación en ilegal[21].

Una postura similar a la del criterio (i) fue tomada en cuenta en el caso *Rusoro vs. Venezuela*, donde el tribunal arbitral sostuvo que el mero hecho de que el inversor no reciba la compensación no implica que la expropiación sea ilegal. Asimismo, el tribunal arbitral sostuvo que la legalidad de una expropiación en que el Estado se apropie de la inversión sin ningún tipo de compensación depende de si efectivamente se ofreció de buena fe un monto razonable de compensación.[22]

En atención al laudo en el caso Rusoro, el tribunal arbitral determinó que, si bien el Decreto de Nacionalización que expropió la inversión del reclamante preveía el pago de una compensación a los inversores del sector aurífero, estableció un tope que no estaba

[21] Opinión disidente a la decisión sobre competencia y fondo del árbitro Georges Abi-Sab. Opinión en el caso *ConocoPhillips Petrozuata BV, ConocoPhillips Hamaca BV y ConoPhillips Gulf of Paria BV vs. Venezuela*, Caso CIADI No. ARB/07/30, párrafo 118-119.
[22] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela* (ICSID Case No ARB/12/5), Laudo, 2016, párrafo 407.

previsto ni siquiera en el TBI ni en la legislación venezolana. Frente a la expropiación, Venezuela presentó una oferta por un monto inferior al tope establecido por el decreto, debido a la supuesta ilegalidad de la inversión que alegaba la parte demandada. En ese sentido, es fundamental precisar que, en atención a la jurisprudencia, el árbitro podrá no solo evaluar si la parte demandada cumplió con el pago de la compensación ante una expropiación, sino que también podría valorar el árbitro si las ofertas de los montos que ofrecen los Estados demandados son congruentes a lo establecido en el tratado.

En la actualidad, gran parte de los acuerdos internacionales de inversión (en adelante, AII) ordenan a los tribunales decidir si violaron los estándares sustantivos y en tal caso otorgar una compensación como forma de reparación (Khachvani, 2017, p. 389). Así los AII exigen a los tribunales que se pronuncien sobre la legalidad de la conducta del Estado y concedan daños y perjuicios cuando se establezca una violación del tratado. Por lo tanto, los tribunales, en virtud de esos AII, no pueden declarar que la expropiación fue lícita y al mismo tiempo otorgar indemnización (Khachvani, 2017, p. 390)

Algunos doctrinarios argumentan que los árbitros no tienen la obligación de decidir el monto de la compensación en el contexto de un arbitraje entre un inversionista y Estado, pues su postura radica en que la tarea de los tribunales no es cuantificar el monto de la compensación en virtud del tratado como una obligación primaria o principal, sino, más bien, juzgar la legalidad de la expropiación, y otorgar daños y perjuicios. No obstante, en base a nuestra postura, sostenemos que el tribunal arbitral debe no solo de juzgar el acto ilegal sino también cuantificar el monto de la inversión expropiada. Por ello, su rol al cuantificar el monto debe de centrarse en determinar el método de valuación (asunto que se estudiará en el siguiente capítulo).

Además, un amplio sector de la doctrina, donde autores como Crawford sostienen que existe una regla para todos los gobiernos occidentales prominentes y muchos juristas de Europa y América del Norte de que la expropiación de bienes extranjeros únicamente resulta lícita si se provee una compensación inmediata, adecuada y efectiva. (Crawford, 2012, p.9).

Aunado a ello, la doctrina jurídica señala que cuando un Estado ha expropiado bienes, hay dos aspectos que se debe considerar: el primero, se refiere al hecho de que cuando un Estado expropia un bien tiene la obligación de pagar una compensación en virtud al derecho internacional; y, el segundo, se refiere al hecho de que cuando un Estado expropia, pero no compensa al inversionista, ese incumplimiento es un acto ilícito por el cual se debe reparación (Smutny, 2016, p.7). Dicho esto, es un hecho de que actualmente la gran mayoría de AII prohíben la expropiación sin compensación; es por ello, que nuestra postura es concordante a lo que analiza Khachvani de que los tribunales internacionales deben tratar la ausencia de la compensación o la ausencia de la oferta pertinente a la compensación como un factor de que la expropiación sea ilegal más aun deberían analizar también aspectos de que si la oferta de compensación que realizó el estado demandado se negoció de buena fe, esto es, que el monto de la oferta de compensación sea razonable, cuestión que fue examinada en el caso *Rusoro vs. Venezuela* (Khachvani, 2017, p. 391).

Respecto a la casuística, tribunales arbitrales como en el caso *Vivendi vs. Argentina*, señalaron lo siguiente:

> Si concluimos que las medidas en disputa son expropiatorias, estas serán violatorias del Artículo 5(2) del Tratado, aunque pudieran obedecer a una causa de utilidad pública y no ser discriminatorias, *ya que no se ha pagado alguna indemnización.* (énfasis agregado)[23]

Hoy en día, los casos citados demuestran que la mayoría de los tribunales que enfrentaron reclamaciones ante el CIADI, por falta de pago de compensación, han aceptado declarar que la expropiación fuera ilícita. En esa línea, teniendo en cuenta lo señalado en la doctrina y casuística arbitral, se avala nuestra postura de que una expropiación sin compensación es ilícita. Nuestra postura es concordante con lo señalado en los tribunales arbitrales en los arbitrajes inversionista —estado que han reconocido en la casuística que la falta de pago de una compensación convierte a la expropiación con carácter ilícito—. Sin embargo, esto no significa que todos los perjuicios a consecuencia de dichos actos ilegales causen el mismo daño, es decir, la cantidad del valor de la inversión expropiada.

2.2. ¿Bajo qué estándares se compensa a los inversores?

Conforme nos indican Baptista Serna y Bosch Albarracín, a manera de introducción los arbitrajes de inversión, los estándares de compensación a los inversores suelen surgir de la violación de un tratado bilateral o multilateral de inversión que da la opción a los inversores de acudir al arbitraje internacional. Siguiendo a dichos autores, cuando la reclamación tenga un origen en un tratado de inversión y en ausencia de una *lex specialis*, serán de aplicación las reglas previstas en el tratado, y subsidiariamente, las

[23] *Compañía de Aguas del Aconquija SA y Vivendi Universal SA vs. República Argentina* (Caso CIADI N.º ARB/97/3), Laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 7.5.21.

normas del derecho internacional consuetudinario recogidas en el Texto del Proyecto de Artículos sobre la responsabilidad del Estado por hechos internacionalmente ilícitos —incorporado al Informe de la Comisión de Derecho Internacional sobre la labor realizada en su 53° período de sesiones, específicamente sobre el Documento A/56/10 (Baptista y Bosch, 2023, p. 236) (Informe A/CN.4/SER.A/2001.Add.1 – Parte 2).

Conforme se ha señalado en el párrafo anterior, dado que los tratados no suelen precisar qué regla o estándar de compensación se debe aplicar ante una violación del tratado bilateral de inversión, cierto sector de la doctrina se orienta en sostener que el estándar aplicable es el derecho internacional consuetudinario. Este se refleja en el caso de la Fábrica de Chorzów que exige una reparación para borrar todas las consecuencias del acto ilegal.[24]

Subyacente a este punto, resulta fundamental analizar la distinción entre expropiación legal e ilegal. Esto se efectuará debido a que juega un rol importante para fines del cálculo ante una reclamación por daños. Así mismo, se describirá cuál es el fundamento del principio de reparación integral.

Existe importantes diferencias en la distinción entre una expropiación lícita e ilícita. Una expropiación es lícita cuando cumple con todos los criterios de legalidad establecidos por el tratado aplicable y el derecho internacional consuetudinario[25]. El incumplimiento de cualquiera de esos criterios genera que la expropiación sea ilegal**.** Respecto a una

[24] *Tidewater Investment SRL vs. Venezuela*, Caso CIADI No ARB/10/5, Laudo, 2015, párrafo 56.
[25] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 24.

expropiación ilícita, tal como señala el árbitro Brigitte Stern en su opinión disidente en el caso *Quirobax vs. Bolivia,* se sostuvo que, cuando la disputa versa sobre una expropiación ilícita, la fecha de expropiación adoptada es la que se usa para calcular los daños con base en lo que era previsible en esa fecha. Esto es un enfoque *ex ante*[26].

En el caso de las expropiaciones ilícitas, se presta atención a la situación financiera subjetiva en la que habría estado la persona lesionada si no se hubiese cometido el hecho ilícito. Además, en el caso de una expropiación legal, el estándar de compensación para un inversionista se establece desde la redacción del tratado TBI, teniendo en consideración el valor justo de mercado de la inversión a la fecha de la expropiación. Conforme al derecho internacional público, los Estados son responsables por todos los daños causados por hechos ilícitos y deben de repararlos de manera integral. Los tribunales de inversión, en la actualidad, basan sus decisiones respecto a los daños en Fábrica de Chorzów y en el Proyecto de Artículos sobre responsabilidad internacional del Estado. Es preciso indicar que solo después de que se haya determinado si la expropiación es legal o ilegal se puede aplicar el estándar de compensación apropiado.

Es preciso señalar que la árbitro Stern en el caso *Quirobax vs. Bolivia* afirmó que una compensación justa es el valor de la empresa a la fecha de la expropiación, más los intereses[27]. Por otro lado, en el caso de una expropiación ilícita, el estándar de

[26] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 17-19.
[27] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 24.

compensación es la reparación integral. En otras palabras, la compensación por una expropiación lícita es una compensación representada por el valor de una empresa en el momento de la expropiación. Además, la reparación en caso de una expropiación ilícita es la restitución o lo que hubiera sido con toda probabilidad su valor en el momento de la indemnización, es decir, en el momento del laudo.[28]

Para la presente tesis no se efectuará la discusión doctrinal sobre los estándares de compensación en tanto, tal como indicó el tribunal arbitral en este caso, es un principio firme del derecho internacional consuetudinario que la víctima de un hecho ilícito perpetrado por un Estado tiene derecho a recibir una reparación integral, como si el hecho ilícito no hubiera ocurrido. Más aún, cuando sucede una expropiación, la reparación integral equivale al valor de mercado del bien expropiado (valor que el propietario podría haber obtenido, si hubiera dispuesto de él poco antes de la fecha en que el Estado realizó el despojo, o en la que la voluntad de expropiación trascendió a lo público).

En atención a lo antes expuesto, el principio de reparación integral exige indemnizar a la parte agraviada por todas las pérdidas causadas por un hecho internacionalmente ilícito (Beharry, 2018, p. 325). Sin embargo, la indemnización otorgada por el tribunal arbitral no puede exceder la pérdida real sufrida; por tanto, surge la obligación de que los árbitros tengan que justificar un límite en la cuantía de la indemnización (Documento A/CN.9/WG.III/WP.220, 2022, párrafo 69). Un ejemplo de la evaluación del principio de reparación integral está en el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*. En él, el tribunal arbitral

[28] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 18

señaló que para otorgar compensaciones monetarias se debe aplicar los principios del derecho internacional, el cual se deriva de la sentencia de la Corte Permanente de Justicia Internacional en el caso de la Fábrica de Chorzów. Allí se afirma que la reparación debe eliminar las consecuencias de la violación. Además, se afirma que, en los casos que sucede una expropiación —toda vez que se priva al inversionista totalmente de su inversión—, los tribunales arbitrales consideran apropiado que el remedio que anularía las consecuencias de la violación sea evaluar los daños utilizando una metodología de valor justo de mercado junto a la aplicación del principio de reparación integral[29].

2.3 La expropiación indirecta en los casos Crystallex y Bear Creek

Si bien, es indiscutible que el derecho internacional permite que los bienes de los nacionales, así como de los inversionistas extranjeros puedan ser expropiados, los Estados han reconocido la importancia de atraer inversiones extranjeras directas. Por lo tanto, no quieren que se perciba que se amenazan esas inversiones mediante la expropiación (Reinish, 2008, p.152). Por lo tanto, la forma típica en que ocurren hoy es mediante la expropiación indirecta. Las expropiaciones indirectas aparecen en una gran multiplicidad de casos y esto se refleja en la jurisprudencia existente que muestra el criterio principal para determinar si ciertas medidas tomadas por un gobierno equivalen o no a una expropiación indirecta.

[29] *Gold Reserve vs. Venezuela* (Caso CIADI No. ARB/09/1), laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 681.

Antes de aterrizar a los supuestos que constituye una expropiación indirecta, es importante hacer una diferencia de la expropiación directa e indirecta a raíz del análisis en la jurisprudencia arbitral que describe varios tipos y formas de expropiación. Una decisión que hace más evidente la diferencia que pretendemos transmitir fue plasmada en el caso *Crystallex vs. Venezuela*. El Tribunal CIADI estableció que la expropiación directa ocurre cuando la inversión del inversor se toma mediante transferencia formal de título o confiscación absoluta. En cambio, en la expropiación indirecta, el Estado, mediante una acción o serie de acciones, priva al inversor del goce o los beneficios de su inversión, si bien el propietario original conserva el título sobre los bienes o los derechos[30].

Otra diferencia entre la expropiación directa e indirecta es que, en el primero, los Estados reconocen públicamente haber hecho la expropiación, mientras que, en el segundo, el Estado generalmente no admite públicamente que tomó la propiedad.

Sin afán de adherirnos a un análisis doctrinario de la institución de la expropiación indirecta —dado que esto no es la finalidad de la presente tesis—, podemos citar que los supuestos para que se constituya una expropiación indirecta a partir de la doctrina y análisis de la casuística. Estos son los siguientes: (i) el impacto económico del acto gubernamental, aunque el hecho de que un acto o una serie de actos de una Parte tenga un efecto adverso sobre el valor económico de una inversión, por sí solo, no establezca que una expropiación indirecta haya ocurrido; (ii) la medida en la cual la acción del gobierno interfiere con expectativas inequívocas y razonables de la inversión; y (iii) el

[30] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 667.

carácter de la acción del gobierno (Higa y Saco, 2013, p.247) (Dolzer y Schreuer, 2022, p.103).

A partir de los supuestos descritos, una aproximación a la definición de expropiación indirecta es visto generalmente en muchos de los Acuerdos de Promoción y Protección Recíproca de Inversiones (APPRI). Por ejemplo, si nos referimos al Acuerdo de Libre Comercio entre República Dominicana y Centroamérica (CAFTA-DR), en el anexo 10-C, en su artículo 10.7.1, se señala que el termino expropiación indirecta se refiere a cuando una acción o serie de acciones de una Parte tiene un efecto equivalente a la expropiación directa sin transferencia formal de título o incautación absoluta.

En resumen, los elementos de la expropiación indirecta son estos: (i) un acto u omisión atribuible al Estado; (ii) estos actos u omisiones interfieren con el derecho de propiedad o cualquier otro interés legal; y (iii) el efecto de la interferencia debe ser que la propiedad o el interés legal pierde todo o la mayor parte de su valor, o que el inversionista pierde el control sobre la propiedad.

A pesar de lo interesante que pueden ser los argumentos que se discuten en los casos que se examinarán a continuación, la finalidad de estas líneas es analizar los criterios vertidos en los procesos arbitrales ya decididos y analizar los supuestos que constituye una expropiación indirecta. Al respecto, para facilitar la lectura, nos referiremos a los laudos arbitrales *Bear Creek y Crystallex*.

2.3.1 El caso Bear creek Mining Corporation

Invocando el Tratado de Libre Comercio entre Canadá y Perú, Bear Creek formuló una demanda arbitral contra Perú alegando, entre otros, una expropiación indirecta.

Así, la demandante sostiene que el Decreto Supremo N° 032 expropió indirectamente su inversión en el proyecto minero Santa Ana, en violación del Anexo 812.1 del TLC. Este define en forma específica el término expropiación indirecta. El D.S. N° 032, cuyo análisis recae el estudio de la institución de la expropiación, es importante en tanto tuvo como fin derogar el D.S. N° 083 promulgado con el fin de autorizar a la demandante a adquirir, poseer y operar las concesiones mineras y a ejercer los derechos derivados del proyecto minero Santa Ana[31].

El análisis jurídico de la expropiación indirecta versa en que el tribunal arbitral determinó que se cumplió con los tres factores previstos expresamente del TLC para la identificación de la expropiación indirecta. Estos son los tres factores. Primero, el impacto económico, ya que el Decreto Supremo N° 032 tuvo una incidencia negativa en el valor económico de la inversión de Bear Creek, dado que tornó la inversión de la demandante carente de valor e hizo que no fuera susceptible de venta; asimismo el Decreto Supremo N° 032 privó a la demandante de todos los derechos legales que había obtenido para la realización de su proyecto mineros. Segundo, el D.S. N° 032 interfirió con las expectativas legítimas de la inversión de la demandante en tanto la demandante invirtió decenas de millones de dólares durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011 en el desarrollo del Proyecto Santa Ana y esperaba que la demandada no

[31] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 149.

interfiriera en el derecho del reclamante de participar en la actividad minera, derecho que fue adquirido a través de la autorización expresa del gobierno mediante el D.S. N° 083[32]. Tercero, el carácter de la medida no justifica la expropiación, ya que el D.S. 032 no tiene carácter regulatorio. Por tanto, el tribunal arbitral concluyó que el D.S. 032 constituyó una expropiación indirecta en virtud del tratado.[33]

2.3.2 El caso Crystallex

Invocando el tratado, este es el Acuerdo entre Canadá y Venezuela para la Promoción y la Protección de Inversiones del mes de julio de 1996, que entró en vigor el día 28 de enero de 1998. Crystallex formuló una demanda arbitral contra Venezuela, alegando expropiación indirecta en sus inversiones.

Es preciso señalar que el análisis jurídico de la expropiación indirecta versa en que el tribunal arbitral determinó que se cumplió con los supuestos para que se identifique una expropiación indirecta.

El tribunal arbitral sostuvo que la medida adoptada por Venezuela —particularmente, la denegación por parte de Venezuela de un permiso para que Crystallex explotara los yacimientos de oro en el proyecto minero Las Cristinas— frustró las expectativas legítimas de que Crystallex operaría las Cristinas durante el plazo del Contrato de Operación Minera. En otro extremo del laudo, el razonamiento del tribunal versó además sobre que la rescisión del contrato fue atribuible a un acto del Gobierno venezolano, cuyo fin no fue ejercer su poder soberano sino fines políticos. Esto tuvo como efecto

[32] Ibid, párrafo 343.
[33] Ibid, párrafo 415-416.

privar sustancialmente a Crystallex de su inversión, pues fueron medidas equivalentes a una expropiación, conforme el inciso 1 del artículo VII del Tratado[34].

[34] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 674-692.

CAPÍTULO 2: CUANTIFICANDO EL VALOR JUSTO DE MERCADO DE UNA INVERSIÓN

La cuantificación de daños normalmente lo realizan los expertos en valoración. Por ejemplo, la valoración de un proyecto minero puede requerir expertos en la extracción de recursos minerales, geólogos que opinen sobre la estructura de los depósitos mineros y expertos en valoración que usen los hallazgos de estos especialistas para cuantificar los daños (Kantor, 2008, p.120).

Las concesiones mineras a menudo se adquieren de los gobiernos; su desarrollo requiere permisos emitidos por los gobiernos y las empresas estatales que suelen participar en los proyectos mineros. Como se señaló en líneas anteriores, el valor de estos proyectos puede ser muy grande, después de que se hayan completado las inversiones iniciales para el desarrollo del proyecto. Además, su valor puede aumentar repentinamente ante los resultados favorables de las actividades de exploración (Chodorow y Dorobantu, 2022, p. 392).

La valoración de los proyectos mineros en la etapa preoperacional a menudo resulta difícil y polémica. Si bien los proyectos en etapa operativa o de producción pueden valorarse en función de los ingresos que producen utilizando una metodología de flujo caja descontado (en adelante DCF), esto puede no ser factible cuando a un proyecto le faltan años para comenzar la etapa de explotación de recursos naturales, es decir, cuando este se encuentra en una etapa inicial, como es el caso de los proyectos de exploración minera.

Sin embargo, esto no quiere decir que no sea posible atribuir un valor a los proyectos en etapa inicial en el contexto de disputas de arbitraje comercial o de inversión. De hecho, los tribunales arbitrales se están volviendo cada vez más sofisticados en su comprensión respecto a cómo el ciclo de vida de un proyecto minero puede afectar la elección de los métodos utilizados para valorar estos proyectos y cómo se aplica estos métodos (Fry y Bret, 2019, p.8). Estos tribunales se guían por la aplicación de principios sobre la valoración de propiedades minerales y códigos de valuación, y las directrices CIMVAL, y estándares Internacionales, como los Estándares de definición del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo para Recursos Minerales y Reservas Minerales.

En las siguientes líneas se describirá, mediante un gráfico, las fases de un ciclo de vida de un proyecto minero, de acuerdo a lo que sostiene la doctrina y jurisprudencia arbitral en materia de inversiones.

Figure 1: Disputes across the extraction project life cycle

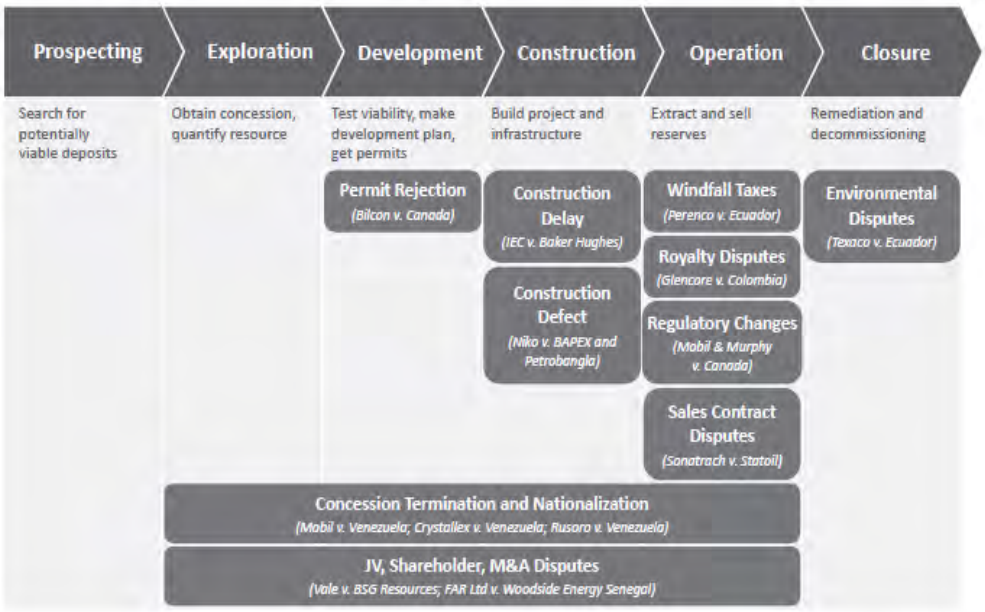


Figura (*)[35]

Según se desprende de la figura (*), se puede observar el ciclo de vida típico de los proyectos de minería y las disputas que surgen a raíz de esta materia. Las empresas comienzan a realizar prospecciones para encontrar sitios posibles donde explorar los recursos minerales. Continúa el proceso de exploración y desarrollo, potencialmente marcada por disputas sobre licencias y permisos. Una vez que se completa la fase de desarrollo, sigue la etapa de construcción. Durante la fase de operación o producción, los productores extraen y venden las reservas; además, a menudo surgen disputas relacionadas con los cambios en los requisitos regulatorios. Tras el cierre, pueden surgir problemas con la regulación ambiental.

[35] * Figura extraída del Capítulo 25 del libro Guide in Damages in International Arbitration de la revista Global Arbitration Review

Ahora bien, tal como señala (Chodorow y Dorobantu, 2022, p.379), los laudos en materia de arbitraje de inversión más importantes, según los montos de indemnización por daños otorgados valorizados en millones de dólares por un tribunal arbitral y el sector de la industria, son los siguientes:

	Case	Award (US$ billion)	Industry
1	*Yukos Investors v. Russia* (3 consolidated cases)	50.0	Oil and gas
2	*ConocoPhillips v. Venezuela*	8.4	Oil and gas
3	*Tethyan Copper v. Pakistan*	4.1	Mining
4	*Union Fenosa v. Egypt*	2.0	Downstream oil and gas
5	*Occidental v. Ecuador (II)*	1.8	Oil and gas
6	*Mobil and others v. Venezuela*	1.6	Oil and gas
7	*Crystallex v. Venezuela*	1.2	Mining
8	*Oschadbank v. Russia*	1.1	Banking
9	*Rusoro Mining v. Venezuela*	1.0	Mining
10	*Al-Kharafi v. Libya and others*	0.9	Real estate

Cuadro extraído de la Revista Global Arbitration Review, 2021, p. 445

Como se puede apreciar en el cuadro, en el sector extractivo, el primer lugar lo tiene el laudo del caso *Yukos vs. Rusia*, donde el tribunal arbitral concedió más de USD 50 000 millones. De esta manera, enfocándonos en el sector minero del cuadro, dichos casos serán analizados en la presente tesis conforme se aprecia del Anexo 1 y el Anexo 2 de esta.

Un detalle para tener en cuenta es que existen diferencias significativas en los valores reflejados en el monto de las compensaciones económicas por el uso de diferentes métodos de valorización que plantean problemas sobre su aceptabilidad. Lo delicado de escoger el método apropiado para estimar el valor justo de mercado reside en que

adoptar un enfoque de valoración inadecuada puede generar que el demandante infle sus daños y sobreestime, por ejemplo, las reservas minerales a consecuencia de la pérdida de una concesión minera.

Ahora bien, no todos los enfoques son apropiados para determinar la fecha adecuada de valoración. De hecho, aunque los enfoques de valoración emplean principios de las finanzas corporativas y economía internacional, cada enfoque puede producir un resultado diferente, en tanto el enfoque que ofrece el mejor marco será elegido a la luz de los hechos de un caso. Así, a efectos de responder la pregunta de investigación, sostenemos que es el enfoque de mercado el mejor método para medir el valor justo de mercado de la inversión expropiada, en el caso de las reclamaciones de compensación derivados por una disputa por una violación al tratado bilateral de inversión y la existencia de una expropiación indirecta. Este punto se analizará en el desarrollo de los siguientes capítulos.

2.1 Posiciones a nivel de doctrina y jurisprudencia en torno a los tres principales métodos de valoración para la cuantificación de un daño

Existe una gran preocupación entre los Estados sobre la elección y el uso de las técnicas de valoración que deben emplear los tribunales arbitrales, pues es un factor que contribuye al aumento de la compensación en virtud de los tratados de inversión (Documento A/CN.9/WG.III/QP.199, 2020, párrafo 8).

Los tratados de inversión rara vez instruyen a los tribunales arbitrales a utilizar una técnica particular de valoración. Como tal, la selección de un método de valoración

adecuada se deja a la discreción de los tribunales arbitrales. En el siguiente capítulo se podrá observar que las tendencias en la elección de las técnicas de valoración por parte de los tribunales son un factor que contribuye al aumento de la compensación en virtud de los tratados de inversión. Ahora bien, la discreción de los tribunales no está completamente libre de restricciones, debido a que la forma en que los tribunales utilizan los métodos de valoración está determinada por su interpretación de los principios básicos que rigen la compensación (Bonnitcha, 2020, p. 16).

Siguiendo a Bonnitcha, las tendencias en la elección de la técnica de valoración por parte de los tribunales son un factor clave que impulsa el aumento de la compensación en disputas sobre tratados de inversión en los últimos años. La creciente disposición de los tribunales a utilizar técnicas de valoración basada en los ingresos —y, en menor medida, basadas en el enfoque de mercado— ha llevado a que el tribunal arbitral otorgue daños con sumas sumamente elevadas (Bonnitcha, 2020, p. 17). Un aspecto por tomar en cuenta es que no se deben utilizar múltiples técnicas de valoración de manera acumulativa, ya que esto puede conducir a una doble indemnización de las pérdidas de inversión sufrida por el inversionista (Bonnitcha, 2020, p.18).

La dificultad de valorar los activos expropiados es que, asiduamente, existen varios métodos de valoración para determinar el valor justo de mercado**.** En muchos casos, se utiliza tres métodos de valoración principales para valorar las inversiones en la práctica del arbitraje internacional: el enfoque de mercado, el enfoque de ingresos, y el enfoque basado en activos o costos.

Si bien en la mayoría de los casos, las empresas y los activos crean (o se espera que creen) valor durante la vida económica de sus operaciones. Como tal, los enfoques de valoración generalmente miran hacia el futuro; es decir, miden el valor de un activo o de una empresa evaluando las perspectivas de sus operaciones futuras (Dellephiane, Cardani y Honowitz, 2021, p. 196). La elección del enfoque depende de la naturaleza del activo que se está valorando y de las circunstancias microeconómicas y macroeconómicas que rodean la valoración (Woss y San Román, 2021, p. 110)

En esta sección, analizamos con más detalle el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado y los enfoques basados en costos o activos. Consideremos que la tesis pretende esclarecer cuál debe ser el método apropiado de valoración para mejorar la precisión y confiabilidad de los daños en los arbitrajes entre inversionistas y Estados en aquellos casos cuya disputa verse sobre proyectos mineros que se encuentren en una etapa inicial. Por ello, la presente investigación se dedicará a explicar las diferentes variantes de cada enfoque de valoración y veremos cómo los tribunales arbitrales las han utilizado en su cálculo de indemnizaciones por daños. No obstante, el objetivo central es que nos dediquemos exhaustivamente al método de valoración del flujo de caja descontado, variante que forma parte del enfoque de ingresos.

2.1.1 Enfoque basado en el mercado

El enfoque de mercado compara el activo en cuestión con activos idénticos o similares para los cuales se dispone de información sobre los precios (Marboe, 2018, p.50). Este enfoque estima el valor justo de mercado del activo sujeto con base en los precios observados de las transacciones de mercado de activos comparables (Alberro y

Ruttinger, 2015, p.5). En ese sentido, los valores de mercado se pueden observar a partir de los precios de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa (Chodorow y Dorobantu, 2022, p. 377).

El enfoque basado en el mercado proporciona una indicación del valor comparando el activo en cuestión con activos idénticos o similares para los que dispone de información sobre precios (Mark Cantor, 2008, p.2). Este enfoque busca establecer el valor utilizando información de mercados establecidos como precios de las acciones o transacciones de la empresa, ya sea con respecto al negocio afectado o activos similares (Rubins, Sinha y Roberts, 2018, p. 191).

En el año 2003, el Comité Especial del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo sobre Valoración de Propiedad Minerales (cuyas siglas son CIMVAL) emitió un conjunto de Normas y Directrices para la valoración de recursos minerales, denominada el documento la Guía de Valoración CIMVAL. Esta guía señala que la valoración de los recursos minerales puede realizarse para diversos fines, incluso para determinar la compensación por expropiación (Nyer y Wu, 2019, p. 72).

Un aspecto para tener en cuenta respecto a la Guía de Valoración CIMVAL es que los tribunales arbitrales podrán tomar en consideración esta guía en el momento de analizar si un activo minero se constituye como una inversión, y no solo guiarse de lo que señala el tratado o los criterios adoptados bajo el test *Salini* como se explicó en el primer capítulo. Así, esta Guía de Valoración define el término «activo de desarrollo» como un:

> Yacimiento Mineral que se encuentra en preparación para la producción de minerales y cuya viabilidad económica ha quedado demostrada mediante un Estudio de Factibilidad o un Estudio de Prefactibilidad, e incluye todo Yacimiento Mineral que cuente con un Estudio de Factibilidad o un Estudio de Prefactibilidad Vigente positivo, pero que aún no hubiera obtenido financiamiento o no esté en construcción.

Un caso interesante que es preciso mencionar es el caso *Crystallex vs. Venezuela* donde el tribunal arbitral sostuvo que el proyecto minero Las Cristinas debería considerarse un activo de desarrollo bajo los Lineamientos CIMVAL[36].

Como se analizará más adelante, algunos tribunales arbitrales han encontrado útil el marco analítico de la Guía de Valoración CIMVAL, mientras que otros no. Así, por ejemplo, en el caso *Crystallex vs. Venezuela*, el tribunal arbitral determinó que los Lineamientos CIMVAL confirman que las metodologías basadas en el mercado son apropiadas para la valoración de un yacimiento mineral en etapa de desarrollo[37].

El enfoque de mercado es aceptado en la casuística arbitral como en el caso *Rusoro vs. Venezuela* en tanto se sostuvo que el enfoque de mercado es de especial utilidad en la valoración de recursos auríferos, que son menos susceptibles de ser valorados mediante un método DCF[38].

[36] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela*, ICSID Case No. ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 884.
[37] Ibid, párrafo 901.
[38] *Rusoro vs. Venezuela*, ICSID Case No. ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 750.

El enfoque de mercado es empleado para acciones activas que cotizan en bolsa, transacciones recientes de las empresas en disputa y transacciones recientes observables en empresas similares (Marboe, 2009, p. 188). En este enfoque la tarea del experto cuántico se centra en la búsqueda de empresas comparables que sean lo suficientemente similares a la entidad que se está valorando para permitir una comparación significativa (Haberman y Perks, 2021, p. 188). Asimismo, la confianza en este método está condicionado a la identificación de comparables cercanos, lo que a menudo es una tarea difícil (Chodorow y Dorobantu, 2021, p. 387).

Además, el enfoque de valor de mercado tiene diferentes variantes. Estas son las siguientes: (i) Precio de las acciones o capitalización de mercado, (ii) Múltiplos y (iii) ventas comparables. Dichas variantes serán analizadas en las siguientes líneas.

2.1.1.1 Precio de las acciones o capitalización de mercado

Una variante del enfoque de mercado es el precio de las acciones de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores (Marboe, 2018, p.49). Este tipo de enfoque es conocido también como capitalización de mercado (CIMVAL, 2019, p.17). Tal como indica la doctrina, una de las formas de evaluar el valor de una empresa que cotiza en bolsa es calcular su capitalización de mercado en función del precio de una sola acción en el mercado de valores y en función del número de acciones emitidas y en circulación en el momento relevante (Rubins, Sinha y Roberts, 2018, p.189)

Un amplio sector de la doctrina sostiene que, en el caso de las empresas que cotizan en bolsa, la capitalización de mercado es el precio de mercado de una acción multiplicada por el número total de acciones de esa empresa disponible en el mercado

(Sabahi, 2011, p. 112). En atención a este enfoque, corresponde describir brevemente cuáles son las ventajas y desventajas de su aplicación.

Una de las ventajas de aplicar esta variante es que suele ser muy útil para cuantificar los daños, ya que los precios históricos de las acciones son cuestiones de hecho y no suposiciones. Sin embargo, puede surgir ciertos inconvenientes que socavan la aplicación de esta variante. Por ejemplo, los precios de las acciones a menudo están contaminados por las condiciones económicas del mercado, situación que muchas veces es difícil de aislar (Sabahi, 2011, p. 113). Por otro lado, una desventaja de este método es que los precios de las acciones de la empresa no reflejan necesariamente el valor de una inversión, debido a que los precios de las acciones que cotizan en bolsa suelen ser bastante volátiles en tanto que su valor es afectado por las condiciones económicas y políticas (Marboe, 2018, p.50). Asimismo, otra desventaja es que puede no reflejar el valor justo de mercado en mercados sin liquidez donde no hay suficiente comercio de acciones; además, las acciones pueden fluctuar en respuesta a una serie de factores incluida la especulación (Borzu, 2011, p.114).

Podemos recoger, a la luz de la jurisprudencia arbitral, algunos casos donde el tribunal arbitral ha aplicado este enfoque. De esta forma, el tribunal arbitral en el caso *Rusoro vs. Venezuela* indicó que el valor final de mercado está profundamente contaminado por las decisiones de carácter político de Venezuela que afectaron el sector del oro; sin embargo, pese a la contaminación que se percibió en el presente caso, el tribunal arbitral determinó que la capitalización de mercado era determinante para el valor justo de

mercado de la empresa al analizársele antes de que Venezuela hubiera implementado cualquier medida ilegal[39].

El caso *Crystallex vs. Bolivia* proporciona un ejemplo del uso de enfoques de mercado basado en la capitalización de mercado para valorar un proyecto en etapa inicial de desarrollo. El demandante inició un arbitraje en el CIADI en virtud del tratado bilateral de inversión entre Venezuela y Canadá, solicitando una indemnización de USD 3 160 millones, conforme se puede apreciar en el Anexo 1 de la tesis. La Demandante propuso el enfoque de mercado, cuya variante fue el precio de acciones o capitalización de mercado. El tribunal arbitral consideró apropiado y confiable este método por las siguientes razones:

Primero, la capitalización de mercado refleja el cálculo por parte del mercado del valor actual de las ganancias futuras, descontado respecto de todos los riesgos conocidos o susceptibles de ser conocidos por el público (incluidos los precios del oro y el riesgo país)[40]. Segundo, Crystallex era una empresa de activo único y los derechos de los que gozaba Crystallex en virtud del Contrato de Operación Minera (en adelante, COM)—contrato suscrito entre el reclamante y Venezuela—, en relación con el proyecto minero Las Cristinas, constituían el único bien[41]. Por ende, cualquier comprador que adquiriera la totalidad de las acciones de Crystallex habría adquirido el valor total de los derechos de Crystallex en virtud del COM y, en principio, habría estado interesado principalmente en ese único bien y habría valorado la empresa en función de él. Tercero, las acciones de Crystallex se negociaban, activamente y muy a menudo, en dos bolsas de valores

[39] *Rusoro v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 779
[40] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 890.
[41] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 890.

principales destinadas a empresas mineras[42]. Por tal razón, las transacciones generaban información en materia de fijación de precios en forma constante que refleja las expectativas de múltiples compradores y vendedores independientes sobre la base del valor subyacente de la compañía[43]. En ese sentido, el valor en bolsa reflejó la valoración de ese bien.

En conclusión, el enfoque propuesto por la parte demandante en Crystallex —y que fue adoptado por el tribunal— se basó en que los árbitros analicen los daños bajo la perspectiva de la evolución del precio de las acciones, antes y después de la expropiación a lo largo del tiempo y según el tipo de activo, el oro.

Además —y para matizar la desventaja del enfoque de capitalización de mercado—, existe al menos un caso en la que un laudo arbitral de inversión ha estimado que este enfoque es inapropiado para valorar las empresas por la desventaja que genera la aplicación de este. En ese sentido, en el caso *CMS vs. Argentina*, el tribunal arbitral concluyó que los precios de las acciones podrían ser un indicador adecuado del valor de una empresa. Sin embargo, las acciones de la empresa no cotizaban en bolsa; en su lugar decidió aplicar el tribunal el enfoque en ingresos[44].

En suma, si bien varios tribunales arbitrales pueden adoptar este enfoque, existe aun actualmente una divergencia respecto a su aplicación por las ventajas y desventajas descritas en líneas anteriores.

---

[42] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 890.
[43] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 890.
[44] *Empresa de Transmisión de Gas CMS vs. Argentina* (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 411-412

2.1.1.2 Empresas comparables

Esta variante del enfoque de mercado se desprende del hecho de que, en realidad, no hay dos empresas idénticas (Chodorow y Dorobantu, 2021, p. 370) (Haberman y Perks, 2021, p. 189). Por ello, el experto en valoración busca compañías comparables que sean los suficientemente similares a la entidad que está siendo evaluada, de manera que eso permita una comparación significativa (Dellepiane, Cardani y Honowitz, 2021, p.199). Los factores que se consideran para determinar si dos empresas son comparables incluye la naturaleza del negocio, el precio del producto, la industria relevante, el mismo nivel de apalancamiento y estar en una etapa similar de desarrollo (Rubins, Sinha, Roberts, 2018, p. 194).

Siguiendo a Rubins, Sinha y Roberts, suele ser más apropiado esta variante cuando la inversión afectada representa el único activo o negocio del reclamante, y cuando se pueden identificar empresas que cotizan en bolsa y que sean suficientemente similares. Respecto a la postura de dichos autores, señalan que este enfoque se considera más confiable cuando la disputa está relacionada a recursos naturales (Rubins, Sinha, Roberts, 2018, p.194)

Algunos tribunales arbitrales suelen aplicar este enfoque, tal como sucedió en el caso *Crystallex vs. Venezuela*. El enfoque de empresas comparables resultó determinante para analizar el valor de la inversión examinando el precio de las acciones del reclamante por referencia a la evolución de los precios de las acciones de otras empresas similares que cotizan en bolsa no afectadas por las medidas expropiatorias.[45]

[45] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 804.

En el presente caso, el reclamante presentó un modelo de múltiplos de mercado basado en compañías mineras de oro que cotizan en bolsa y son supuestamente comparables. El factor de selección para elegir a qué empresas se debía comparar fue en función de las operaciones que realizan los países con un perfil de riesgo similar al de Venezuela. El tribunal arbitral usó como apoyo la Guía de Valoración CIMVAL que condensa los estándares mineros canadienses. Para ello se argumentó que, dado que el activo objeto de disputa estaba relacionado a un activo mineral que se encontraba en desarrollo, el uso del enfoque de empresas comparables era apropiado para valorar un activo en desarrollo como el proyecto minero Las Cristinas[46].

Otros tribunales han sido reacios a utilizar enfoques basados en el mercado. Por ejemplo, diversas críticas a este tipo de enfoque han sido materializadas en el caso *Khan vs. Mongolia*, donde la parte demandante propuso aplicar el enfoque de comparables. Con eso, se redujo una lista inicial de cincuenta empresas de uranio a lo que el demandante consideraba que eran las diez empresas más comprables en función de los siguientes criterios: a) la etapa del proyecto, b) los riesgos asociados con la operación (perfil de riesgo), c) ubicación geográfica, d) características operativas y e) perspectivas de crecimiento[47]. Si bien la parte demandada consideró que el enfoque de comparables es un método válido para valorar una mina, afirmó que los comparables en este caso no son verdaderamente comparables con el proyecto minero Dornod[48]. Dicha afirmación guarda relación con el razonamiento del tribunal arbitral que considera

[46] *Crystallex v.* Venezuela (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 901.
[47] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. & CAUC Holding Company Ltd. vs. Mongolia* (PCA Case No, 2011-09), laudo sobre el fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 395.
[48] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. & CAUC Holding Company Ltd*. vs. Mongolia (PCA Case No, 2011-09), laudo sobre el fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 397

que las empresas y transacciones elegidas no son lo suficientemente comparables como para permitir que el Tribunal haga una correcta determinación del valor justo de mercado de Khan. Por tanto, rechazó el método de valoración de comparables.[49]

En atención al párrafo anterior, es preciso indicar la razón en que se basó el tribunal arbitral. Primero, las transacciones comparables elegidas sufrieron problemas similares, ya que los proyectos en cuestión se encontraban en diferentes lugares con diferentes condiciones y etapas de desarrollo[50]. Todos ellos son factores que tienen un efecto significativo en el valor. Por ello, el tribunal arbitral señaló que, al estar ubicadas las empresas comparables elegidas en diferentes países, bajo diferentes condiciones geográficas y regulatorias, fue reacio en usar el enfoque de comparable para analizar el valor de la inversión.

Del caso antes señalado, se advierte que se debe tener cuidado con los factores que determinarán la selección de las empresas comparadas. Esto se debe a que, como se reflejó en el caso *Khan vs. Mongolia*, el tribunal arbitral determinó que las empresas elegidas por los demandantes no eran lo suficientemente comparables por factores como la ubicación y que los proyectos de inversión de las empresas se encontraban en diferentes etapas de desarrollo. De esta forma, señaló el tribunal arbitral que la dificultad de encontrar compañías verdaderamente comparables es una de las razones por la que los tribunales son reacios en basarse en esta variante[51].

[49] Ibid, párrafo 398.
[50] Ibid, párrafo 398.
[51] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. & CAUC Holding Company Ltd*. vs. Mongolia (PCA Case No, 2011-09), laudo sobre el fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 398.

Ahora bien, por otro lado, suponiendo que el activo expropiado era una empresa que cotizaba en una bolsa de valores, el enfoque basado en el mercado tiene la ventaja de permitir que los tribunales comprendan cómo fluctuaron los precios de las acciones de empresas comparables. En ese sentido, valorar, el activo expropiado mediante el método de empresas comparables puede ofrecer información más precisa. La viabilidad de este método de valoración está determinada por la disponibilidad de datos disponible públicamente sobre ventas de activos comparables (Haberman y Perks, 2021, p. 186). Si se dispone de información de mercado adecuada y suficiente, parece ser más ventajoso utilizar el enfoque de mercado que un DCF.

2.1.1.3 Múltiplos de mercado

Otra variante del enfoque de mercado es el uso de múltiplos. Este enfoque prevé que se deba tomar una variable como el flujo de caja o las ganancias, EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), y se deba multiplicar por un factor que se deriva de los precios de venta de empresas comparables. Los múltiplos son una variable particular del desempeño de la empresa, como flujo de caja, ganancias y EBITDA, que luego se multiplica por un factor apropiado (Marboe, 2018, p. 46).

Son fáciles de emplear, pero son muy inexactos. Según Imgard Marboe, el uso de múltiplos no es un medio ideal para calcular la compensación por daños, dado que son muy imprecisos (Marboe, 2009, p. 203). De la misma forma, Chardorow y Dorobantu (2022, p.444) señalan que, en la práctica, el análisis de múltiplos rara vez ha sido aceptado por tribunales arbitrales en disputas mineras, al ser el único arbitraje de

inversión que se conoce en la jurisprudencia donde el tribunal adoptó este método de valoración es *Crystallex vs.Venezuela.*

En el caso *Crystallex vs. Bolivia*, la Demandante propuso el enfoque de múltiplos de mercado[52]. Respecto a la metodología de los múltiplos de mercado, según la Demandante en el presente caso, afirmó que la metodología de los múltiplos de mercado resulta particularmente apropiada en la industria de la minería aurífera, una industria en la que las compañías, independientemente de su ubicación geográfica, presentan un sinnúmero de características de mercado similares, incluidos sus perfiles de riesgo[53].

No obstante, este enfoque podría tener algunas desventajas, pues este método de valoración tiende a ser más difícil de usar para valorar empresas únicas sin comprables, con ingresos escasos y con ganancias negativas (Damodaran, 2012, p. 21).

De acuerdo con el enfoque de múltiplos de mercado, tal como señaló el tribunal arbitral, este es un método de valoración que estima el valor de un activo o una compañía mediante el análisis de la valoración de mercado de empresas que son titulares de bienes de características similares[54]. El Tribunal consideró que dicho método se utiliza ampliamente como método de valoración de empresas y, por consiguiente, puede

[52] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 764.
[53] Ibid, párrafo 794.
[54] Ibid, párrafo 901.

recurrirse a él con seguridad, siempre que se aplique en forma correcta y, en particular, si se emplean comparables apropiados[55].

Lo señalado es congruente con lo expresado con los Lineamientos CIMVAL (Comité Especial de Valoración del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo) que, al igual que el tribunal arbitral, también consideran que las metodologías basadas en el mercado son apropiadas para la valoración de un yacimiento mineral en etapa de desarrollo como Las Cristinas en Crystallex. El tribunal arbitral determinó que el enfoque de mercado es la metodología preferida para evaluar los daños, y que puede recurrirse con seguridad siempre que se aplique correctamente y utilizando comparables adecuados.

El caso arbitral antes mencionado muestra que los tribunales se han familiarizado con el uso del enfoque de múltiplos en los procesos arbitrales internacionales en materia de inversiones. Como el concepto es bastante fácil de entender, también han podido examinar las alegaciones de las partes y ejercer su propio juicio a través de los laudos. Sin embargo, sostenemos, en atención a lo que señala la doctrina y la práctica arbitral dependiente caso por caso, se deberá examinar cuidadosamente si este enfoque es apropiado para calcular la compensación y los daños, ya que es un método impreciso.

[55] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela* (ICSID Case No ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 901.

2.1.2 Enfoque de activos o de costos

El enfoque basado en activos o costos es aplicado por algunos tribunales, porque su naturaleza no es especulativa (Marboe, 2009, p. 267). Este enfoque está relacionado con la valoración de la inversión sobre la base del gasto real del inversor al realizar la inversión (Marboe, 2009, p. 267). En tal sentido, la profesora Marboe indica que este enfoque tiene la gran ventaja de que la evidencia suele estar disponible y que no se requieren pronósticos sobre el futuro; sin embargo, posee la desventaja de que muchos activos y pasivos, como ciertos activos intangibles y el fondo de comercio, no se reflejan adecuadamente en el balance de una empresa (Marboe, 2018, p. 52). Asimismo, las cifras que aparecen en los libros de contabilidad reflejan la aplicación de principios contables que suelen servir para fines distintos para una correcta valoración (Marboe, 2009, p. 268).

Es el enfoque de valoración menos comúnmente utilizado entre los economistas y otros profesionales de la valoración; sin embargo, es el método frecuentemente preferido por los tribunales, ya que parece encajar con el componente daño emergente de los daños y los tribunales a menudo se sienten más cómodos evaluando pérdidas pasadas. y poner al inversionista en la posición en la que se encontraba antes de realizar la inversión, en lugar de especular valorando una inversión para determinar la posición en la que habría estado si no hubiera ocurrido el acto ilícito (Alberro, Ruttinger, p. 10).

Por otro lado, los tribunales han utilizado el enfoque de costos en algunos casos, pero su relevancia económica es limitada cuando los daños se basan en el estándar valor justo de mercado porque el valor justo de la inversión de los proyectos extractivos no

está suficientemente correlacionado con el gasto en exploración y desarrollo (Chodorow y Dorobantu, 2021, p.393).

Varios tribunales arbitrales han señalado que la compensación basada en el enfoque de activos no refleja adecuadamente el valor de los proyectos en etapa de desarrollo (Nyer y Wu, 2019, p.79).

Las principales subcategorías del enfoque de activos son los siguientes métodos de valuación: (i) método de montos invertidos (sus siglas en inglés, sunk costs); y, (ii) método del valor en libros. A continuación, se presentan las principales características de dichos métodos de valoración, así como las ventajas y desventajas de su aplicación y rechazo en la casuística arbitral.

2.1.2.1. Método de montos invertidos

El método de valoración de los montos invertidos se basa en el valor de los montos invertidos por el inversionista con el propósito de constituir y desarrollar la inversión (Marboe, 2009, p. 278). El principio detrás de este método es que el valor de una inversión se basa en las cantidades gastadas por el inversor al desarrollar su inversión. Un clásico ejemplo de este método es cuando el demandante invirtió en un proyecto de inversión que no había sido completado, o no había llegado a la etapa de producción en el momento de la acción adversa del Estado que ocasionó el incumplimiento del tratado.

Tal como señala Andrew NewCombe, los inversionistas extranjeros, particularmente aquellos involucrados en el sector de infraestructura o la industria de extracción de recursos naturales, tienen proyectos de inversión que cuentan con importantes costos

hundidos, lo que se denomina también como sunk costs, estos son los importes de capital realmente invertidos en el proyecto (Newcombe, 1999, p. 101).

Doctrinarios como Louis Wells, Jonathan Bonnitcha, Sara Brewin y ciertos tribunales arbitrales de inversión han mostrado preferencia por limitar las indemnizaciones a los montos invertidos o costos hundidos, es decir, lo que el inversionista realmente invirtió, en tres supuestos: el primero, cuando la empresa expropiada no era una empresa en funcionamiento (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 20); segundo, cuando la inversión es muy reciente y se espera que el proyecto genere tasas de rendimiento normales (Wells, p. 475); y, tercero, ante la práctica reciente de los tribunales arbitrales de otorgar grandes cantidades de compensación y el aumento constante de la magnitud de sus laudos arbitrales (Bonnitcha y Brewin, 2020, p.3).

Siguiendo esa misma línea, en virtud al documento A/CN.9/WG.III/WP.220 la Comisión de las Naciones Unidas para el Desarrollo Mercantil a través del Grupo de Trabajo III cuyo objetivo es instaurar una reforma del sistema de solución de controversias entre inversionistas y Estados ha propuesto la fijación de un límite máximo a la indemnización, por ejemplo, que no pueda superar la suma realmente invertida por el inversionista, donde se refleja la aplicación de este método de valoración.

La práctica internacional ha sido diversa en aceptar la aplicación del método de valoración de los montos invertidos como medio para calcular la compensación o los daños. Así en la jurisprudencia, el caso *Bear Creek vs. Perú*, refleja la aceptación de este método de valoración. El tribunal arbitral determinó que había pocas perspectivas de que el proyecto obtuviera la licencia social para permitir su funcionamiento y llegar a

la etapa de producción, es por ello que decidió otorgar daños aplicando el método de montos invertidos, sobre la base de las sumas realmente invertidas por la demandante[56]. No obstante, el tribunal arbitral analizó de que este enfoque no es coherente con los principios de valuación establecidos en el caso Fábrica Chorzów[57].

Otro de los primeros casos presentado ante un tribunal internacional en el que el monto de la compensación al demandante se estableció con referencia a los montos reales invertidos es el de *South American Silver vs. Bolivia*[58]. En esta disputa, el tribunal arbitral basó su decisión de otorgar daños en base a los gastos de exploración que realizó el demandante por la suma ascendente a USD 18,7 millones[59].

Sin embargo, algunas cuestiones surgen en el arbitraje de inversiones que hace que este método no sea apropiado. Estas incluyen: (i) los costos o cantidades gastadas por el inversionista en la fecha del incumplimiento del tratado no pueden reclamarse además de la pérdida de las ganancias futuras debido a que los beneficios sólo pueden generarse si la fábrica que se utilizará para generarlos ya existe, por lo que sería una doble contabilización reclamar tanto por la pérdida de beneficios como por el costo de construcción de la fábrica (MacGregor, Blower y Mitchell, 2021, p. 164), (ii) ignora el valor de la inversión relacionado con todas las posibilidades futuras abiertas al demandante en el mundo contrafáctico; por lo tanto, no compensa adecuadamente al demandante por todo lo que fue destruido porque el futuro era la única razón para la

[56] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú*, (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 noviembre de 2017, párrafo 600-604.
[57] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú*, (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 noviembre de 2017, párrafo 586.
[58] *South American Silver vs. Bolivia* (PCA Case No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018.
[59] *South American Silver vs. Bolivia* (PCA Case No. 2013-15), Laudo, 2018, párrafo 866-876.

inversión (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 18), (iii) la empresa en funcionamiento debe medirse sobre el valor justo de mercado y no sobre la base de hechos históricos específicos del demandante, más aún debe reflexionarse que el demandante tenía un activo que, bajo un supuesto de valor justo de mercado, otra entidad podría potencialmente monetizar; por tanto, el demandante podría vender su activo a una empresa mejor situada y recibir el valor actual neto de esos flujos de caja futuro (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 19).

En base a esos supuestos que hace que el método de montos invertidos sea inapropiado podemos citar el caso *Norwegian Shipowners* donde el tribunal arbitral rechazó el método de valoración de los costos hundidos propuesto por el reclamante y se mostró reacio a la opinión de que la compensación deba basarse en los gastos incurridos por el reclamante en tanto no puedo constituir la base de una compensación justa[60]

Las razones que se basan las alegaciones de las partes en un arbitraje internacional para que se otorgue una compensación sólo por el monto real invertido por los inversores gira en torno a dos argumentos: (i) los tribunales arbitrales deniegan los reclamos de los demandantes por lucro cesante y en su lugar consideran apropiado este método porque las inversiones no era una empresa en funcionamiento[61], (ii) los gastos incurridos por el inversor pueden justificarse en la mayoría de los casos; no obstante, los árbitros han rechazado el método de montos invertidos por los inversores en tanto no todos los gastos realizados por los reclamantes pueden demostrarse en la práctica

[60] Norwegian Shipowner´s claims, laudo 13 de octubre de 1922, párrado 339.
[61] *Bilcon vs. Canada*, (PCA Case No. 2009-04), Laudo sobre jurisdicción, 17 de marzo de 2015, párrafo 234.

como sucedió en el caso *Rusoro vs. Venezuela* (ejemplos comunes a este respecto es la mera financiación de las pérdidas operativas), es por ello, que sólo se considera en la evaluación de los costos irrecuperables, como la pérdida del capital de inversión (costos realmente invertidos por el inversionista) a los aportes de capital[62] (Kantor, 2008, p. 199).

2.1.2.2 Método de valor en libros

Un claro ejemplo de este enfoque es la técnica de valoración de valor en libros que constituye un concepto contable que hace referencia al valor de un activo tal como aparece en el balance de una empresa (Sabahi, 2011, p.130). Un obstáculo que se presenta al aplicar el valor en libros es que no siempre refleja la capacidad de la empresa para generar ingresos en el futuro (Sabahi, 2011, p.131). En concordancia con este último razonamiento, la profesora Irmgard Marboe señala también, en la misma línea que Sabahi Borzu, que en la práctica internacional solo en casos excepcionales el tribunal arbitral basó su análisis cuántico en el valor en libros para determinar el valor de un proyecto de inversión o de las empresas. Esto se debe a dos razones.

La primera razón destaca la preocupación de los expertos en valoración en rechazar el valor en libros debido a que es inapropiado para determinar el valor de un activo (Marboe, 2009, p. 270). La segunda razón, es que son muy escasos los casos donde los tribunales arbitrales deciden aplicar el valor en libros (Marboe, 2009, p. 274). Así pues, por ejemplo, el tribunal arbitral en el caso *Siemens vs. Argentina*, determinó que el valor en libros era una medida adecuada para otorgar daños cuando la inversión se

[62] *Rusoro vs. Venezuela,* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 663.

realizó no hace mucho tiempo[63]. Además, señaló que el método del valor en libros aplicado a una inversión reciente se considera un método adecuado para calcular su valor justo de mercado cuando no existe un mercado para los bienes expropiados. Sin embargo, el tribunal no se refirió a casos arbitrales o a doctrina que sirviera de apoyo a su decisión.

A la luz de la jurisprudencia, se ha desarrollado posturas divergentes a la aplicación de este enfoque. De esta forma, en el caso *Rusoro Mining Limited vs. República Bolivariana de Venezuela* [64], el método de valor en libros fue propuesto por la parte demandada en tanto Venezuela consideró usar este método para cuantificar el monto de los activos expropiados[65]. Finalmente, el tribunal arbitral aplicó el método de valor en libros para la compensación por daños.

Por otro lado, el método de valor en libros puede ser alegado por las partes en una disputa. No obstante, finalmente el tribunal arbitral suele desestimar la aplicación de este método como ocurrió en el caso *Khan vs. Mongolia*. En este, el tribunal arbitral declaró que un enfoque de inversión hundida o costos hundidos (*sunk costs*), variante del enfoque de activos, no sería adecuado para un proyecto que había superado una etapa mínima de desarrollo[66].

[63] *Siemens vs. Argentina*, (ICSID Case No. ARB/02/8), Laudo, 6 de febrero de 2007, párrafo 397.
[64] *Rusoro Mining Ltd. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, (ICSID Case No. ARB(AF)/12/5), Laudo Final, 22 de agosto de 2016, párrafo 365.
[65] *Rusoro Mining Ltd. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, (ICSID Case No. ARB(AF)/12/5), Laudo Final, 22 de agosto de 2016, párrafo 165, 365.
[66] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. & CAUC Holding Company Ltd. vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo sobre fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 409.

En conclusión, si bien en la práctica arbitral, el enfoque de activos es difícilmente aceptado, los tribunales de inversiones que han aplicado este enfoque lo aplican cuando las perspectivas para el futuro eran demasiado inciertas para permitir un pronóstico de flujo de efectivo y en el caso de inversiones recientes cuya característica principal es la ausencia de un historial de desempeño pasado.

2.1.3 Enfoque en ingresos

Adicionalmente a los métodos basados en activos, existen los métodos de valoración enfocado en ingresos, dentro del cual se encuentra el método de flujo de caja descontado. Los métodos de valoración que aplican un enfoque basado en ingresos tienen en cuenta expresamente la capacidad de ganancias futuras al tratar de pronosticar los ingresos futuros (Kantor, 2008, p. 21).

El concepto de enfoque de ingresos puede definirse como aquel enfoque que se utiliza para determinar el valor de un activo con base a la capacidad de ese activo para generar flujos de efectivo durante su vida útil económica (Dellephiane, Cardani y Honowitz, 2021, p. 196).

En el arbitraje entre un inversionista y Estado, el enfoque de los ingresos ha sido considerado durante mucho tiempo con escepticismo como un método apropiado para valorar las inversiones expropiadas. Dicho escepticismo se basaba principalmente en que los pronósticos sobre el futuro son inherentemente especulativos y que los elementos especulativos no pueden ser propiamente objeto de compensación o daños (Marboe, 2009, p. 206). Sin embargo, los tribunales arbitrales más recientes lo aplican de forma regular, pese a que la jurisprudencia es divergente respecto a este punto. Esto

guarda relación a que la metodología de valoración más común utilizada por los reclamantes para su reclamo de compensación es el enfoque de ingresos (PWC, 2023, p. 6).

La razón principal de esta mayor aceptación fue el hecho de que este enfoque de valoración se ha utilizado ampliamente en la práctica económica (Marboe, 2018, p. 54). Sin embargo, la complejidad de este enfoque, sobre todo la estimación de los flujos de efectivo futuros y el riesgo involucrado, plantea numerosas preguntas para su aplicación. Un ejemplo de lo anterior es qué impacto tiene una inversión en marcha, entendida esta como aquella que se encuentra en una etapa inicial, como, por ejemplo, un proyecto de inversión minera en la etapa inicial de desarrollo (un proyecto de exploración minera).

A pesar del uso generalizado de los métodos de valoración basados en los ingresos en la práctica económica y por parte de expertos en valoración, la jurisprudencia internacional los ha considerado por mucho tiempo con renuencia. Incluso, en la actualidad existe incertidumbre considerable y una serie de casos arbitrales en contra de su aplicación. En las siguientes líneas, analizaremos los argumentos más importantes, enfocándonos en el método de flujo de caja descontado.

En este punto es relevante analizar dos aspectos: (i) Qué es el flujo de caja descontado y cómo se aplica por los expertos en valuación al momento de cuantificar un valor justo de mercado de una inversión expropiada; y (ii) Las razones para rechazar un enfoque de flujo de caja descontado.

2.1.3.1 Método de flujo de caja descontado - DCF

El método DCF es un método prospectivo[67], basado en los principios fundamentales de la economía financiera, la cual considera la capacidad de una empresa para generar flujos de efectivo futuros en lugar de simplemente observar la rentabilidad histórica (Woss, 2014, p. 296). Un amplio sector de la doctrina señala que el método de flujo de efectivo descontado es la herramienta más utilizada en el arbitraje de tratados de inversión en la actualidad (Woss, 2014, p. 295).

Asimismo, siguiendo a Rubins, Sinha y Roberts, en concordancia con la postura de Woss, se señala que el método de flujo de caja descontado es una de las herramientas más comunes para calcular los daños sobre la base de la rentabilidad futura (Rubins, Sinha y Roberts, 2018, p. 186). Asimismo, siguiendo a dichos autores, se puede indicar que este método tiene en cuenta los ingresos y gastos futuros esperados, los riesgos que habrían afectado los ingresos futuros y el valor del dinero en el tiempo.

Un amplio sector de la doctrina sostiene que el éxito del método de flujo de caja descontado (en adelante, DCF) se debe a que se aplica a casi todos los negocios y activos que se espera que sean rentables y donde el negocio esté orientado a ganancias futuras (Schumacher y Klonne, 2018, p.207). De esta manera, dichos autores afirman que la flexibilidad del método de flujo de caja descontado recae no solo en disputas de

[67] Un método prospectivo es aquel que se orienta a que el valor de un activo produzca ingresos como consecuencia directa de su capacidad para generar ganancias para su propietario a lo largo del tiempo. El método prospectivo busca establecer el valor del activo relevante a la fecha de valoración como un reflejo de su potencial de obtención de beneficios.

arbitrajes internacional de inversión, sino que también puede ser aplicado a disputas comerciales, lo que lo convierte en la opción preferida para los expertos en valoración.

El aspecto central de este método es que es más confiable para valorar relativamente inversiones con vidas útiles más cortas y flujos de ingresos, y costos futuros. Por el contrario, es menos confiable para valorar inversiones con una vida útil esperada más larga, inversiones con ingresos y flujos de costos futuros inciertos, e inversiones que estén sujetas a riesgos que son difíciles de cuantificar, como el riesgo país y riesgo social. Estos riesgos se definirán ampliamente en la siguiente sección (Bonnitcha, 2020, p. 20).

De acuerdo con lo antes expuesto, en este marco entendemos que el éxito del método DCF desaparece cuando, debido a los factores antes señalados por los tribunales internacionales de inversión en los últimos años, han empezado a rechazar el uso del método de flujo de caja descontado en los casos en que una inversión no tenga un historial de rentabilidad. De esta manera, por ejemplo, en el caso *Vivendi vs. Argentina*, el tribunal arbitral explicó lo siguiente:

El valor presente neto proporcionado por un análisis DCF no siempre es apropiado y lo es menos a medida que los supuestos y proyecciones se vuelven cada vez más especulativo. Muchos tribunales internacionales han declarado que un laudo basado en

ganancias futuras no es apropiado a menos que la empresa sea rentable y haya operado durante un periodo suficiente para establecer su historial de desempeño[68].

El debate con respecto a la aplicación o no del método DCF como método de valuación inicia con el cuestionamiento del Proyecto de Artículos de la Comisión de Derecho Internacional de que los modelos DCF se basan en una gama de elementos inherentemente especulativos (Documento A/56/10 – Informe de la Comisión de Derecho Internacional sobre la labor realizada en sus 53° período de sesiones contenido en el Informe A/CN.4/SER.A/2001, párrafo 26, página 110). Incluso, se afirma que algunos de estos tienen un impacto significativo en el resultado, y advierten que el uso de este método solo es apropiado para determinadas circunstancias.

Ahora bien, es preciso recalcar que los tribunales han preferido no aplicar este método cuando la inversión nunca estuvo operativa o cuando el historial operativo de la inversión es insuficiente (Mirabal y Derains, 2018, 227).

Aunado a ello, el profesor Gotanda señala que varios tribunales se han negado a aplicar el método DCF cuando la empresa no estaba en funcionamiento. Lo anterior se debe a que estos tribunales razonan que, debido a que la empresa no tenía un historial de ganancias suficiente, determinar el monto de compensación en tales circunstancias sería demasiado especulativo. Asimismo, señalan que el primer desafío de los tribunales arbitrales es proyectar el historial de ganancias de la empresa, las perspectivas

[68] *Compañía de aguas del Aconquija S.A. y Vivendi Universal S.A. vs. Argentina* (ICSID Case No ARB/97/3), laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 8.3.3.

proyectadas y las perspectivas de la industria. Todo ello implica necesariamente muchas estimaciones (Gotanda, 2004, p. 93).

2.1.3.2 Razones para rechazar el método de flujo de caja descontado

Es pertinente señalar los criterios que los tribunales arbitrales de inversión suelen considerar para *adoptar* el método DCF:

1. La empresa tiene un historial operativo significativo establecido de desempeño financiero.
2. Existen proyecciones confiables de flujo de caja futuro, idealmente en la forma de un plan de negocios detallado adoptado.
3. El precio al que la empresa podrá vender sus productos puede determinarse con una certeza razonable.
4. El plan de negocios se puede financiar con efectivo autogenerado o, si se requiere efectivo adicional, no debe haber incertidumbre sobre la disponibilidad de financiamiento.
5. La empresa está activa en un sector con baja presión regulatoria o, si la presión regulatoria es alta, su alcance y sus efectos deben ser predecibles. Debe ser posible establecer el impacto de la regulación en los flujos de efectivo futuros con un mínimo de certeza[69].

[69] *Rusoro Mining Limited v. Venezuela* (ICSID Case No.ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 759.

Por su parte, las razones para *rechazar* un enfoque DCF son las siguientes:

1. La incomodidad de los árbitros de aceptar el DCF recae en que se deberá identificar tanto los riesgos como todas las variables en el periodo de proyección de los flujos en un modelo DCF, elaboración que comúnmente se realiza en hojas de Excel y denota mucha complejidad.
2. El cálculo de las hojas de Excel de las proyecciones DCF puede sufrir alteraciones a consecuencia de tasa de interés, inflación, fluctuaciones monetarias, fecha de inicio y fecha de finalización del período de proyección DCF.
3. El pronóstico DCF es muy sensible al valor final de vida de la inversión.
4. Se requiere un historial de rentabilidad o historial operativo significativo y actividad del activo que impacte en la certeza razonable para respaldar la confianza de la valoración del DCF.
5. Imprevisibilidad del entorno legal y económico
6. Una disparidad significativa entre el monto invertido y los resultados de un cálculo DCF (Caso *Quirobax vs. Bolivia*)
7. Alta sensibilidad de la tasa de descuento
8. Las reservas y recursos minerales son exagerados.
9. El precio del mineral es sobreestimado.

De los argumentos para rechazar el método DCF, nos enfocaremos en dos: (i) El período de pronóstico del método DCF y (ii) la falta de un historial de rentabilidad debido a un negocio sin marcha.

El período de pronóstico y/o proyección del DCF

La proyección del flujo de caja descontado o método DCF está relacionado con aquel periodo que comprende los pronósticos futuros, utilizando el enfoque del flujo de caja descontado. Generalmente, el límite de dichas proyecciones a futuro está basado en su duración (Kantor, 2008, p. 134)

Una de las razones por las que los pronósticos del método DCF sufren altas tasa de error es que se proyectan estimaciones sobre un largo periodo de tiempo. Los errores en la predicción son los cambios en las tasas de interés o de descuento (Kantor, 2008, p.25). Una postura similar fue adoptada por la profesora Brigitte Stern, en la opinión disidente en el caso *Quirobax vs. Bolivia.* Este señala que, cuanto más lejos estén las proyecciones en el futuro, menos confiables son los pronósticos en tanto puede surgir diversas circunstancias como el cambio de directorio de la empresa, etc[70]. La profesora Stern comenta en dicha opinión disidente que, si se desplaza la fecha de la evaluación a la fecha de la emisión del laudo arbitral, las predicciones afectarían el valor de la inversión y sería de muy poca confiabilidad[71]. En resumidas palabras, mientras más dure la proyección DCF, se vuelve más especulativo el cálculo de los daños realizado por el experto en valoración. Por lo tanto, esta es la razón que impera en la jurisprudencia para la no aplicación del método DCF: los pronósticos a futuro sufren de altas tasas de error en tanto se proyectan respecto a un largo periodo de tiempo.

[70] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non-Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 63.

[71] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non-Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 63-64.

Un claro ejemplo del carácter especulativo que nos señala la profesora Stern es el caso de que, si realizamos una proyección de ganancias futuras de casi 20 años y si se desplaza la fecha de valuación a la fecha de emisión del laudo arbitral, los datos respecto a la empresa o proyecto minero en marcha poseen muy poca confiabilidad.

Continuando con el carácter especulativo de las proyecciones DCF, Mark Kantor nos comenta que el elemento especulativo aumenta rápidamente con el número de los años a los que se refiere una proyección de ganancias futuras. Es decir, si la proyección de flujos se realiza en un periodo de 30 años, dichas proyecciones podrían tener un carácter más especulativo que proyectándolo en 10 años (Kantor, 2008, p.149).

Por ello, el aspecto central del análisis de esta sección es la duración adecuada del periodo de flujo de caja. Las decisiones arbitrales difieren en la elección de un periodo de proyección para un pronóstico DCF. Además, una incorrecta elección de la duración de proyección puede ser crucial dado que afectará al valor final de la inversión.

Así, de la revisión de la jurisprudencia arbitral internacional, el caso *Tecmed vs. México* nos demuestra que los cálculos de daños no serán tomados en cuenta por los tribunales arbitrales si supera el periodo de 10 años. Así, el tribunal arbitral rechazó una valuación justa de mercado de USD 52 millones propuesta por el inversionista. Una de las razones en que basó su razonamiento el tribunal fue que el período de proyección era de 15 años (basado en la vida proyectada de la inversión)[72]. El tribunal arbitral arribó a la

[72] *Tecnicas Medioambientates Tecmed, S.A., v. United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/00/02), Laudo, 29 de mayo de 2003, párrafo 186.

conclusión de que los ingresos futuros del proyecto dependen de las inversiones futuras difíciles de predecir.[73] En consecuencia, el tribunal arbitral otorgó al inversionista USD 5,5 millones basado, en gran medida, en la compra inicial de la propiedad y el lucro cesante[74].

Pese a este ejemplo, en algunos casos, los árbitros —a fin de analizar si el periodo de proyecciones del DCF es apropiado para el cálculo de los daños que reclama el inversionista— suelen basar su análisis en si el inversionista depende en gran medida de un contrato a largo plazo en particular para el desarrollo del proyecto de inversión, como, por ejemplo, un contrato de concesión minera de 30 años. Un análisis más detallado merece que se sostenga que no sería raro que un experto en valuación elabore pronósticos a futuro de 30 años de duración, pues los tribunales arbitrales usan el mismo período que dura el contrato para sus decisiones de compensación (Kantor, 2008, p. 177). No obstante, si no se utiliza este criterio, los expertos en valoración suelen utilizar periodos fáciles de entender de cinco a diez años en sus pronósticos de DCF (Kantor, 2008, p.23). Por otro lado, si se utiliza un periodo de proyección más largo, los árbitros pueden tener dificultades al momento de estimar el valor justo de mercado dado que, ante una proyección más larga, los flujos futuros pueden ser especulativos por los factores que intervienen en el transcurso de los años y los riesgos de la inversión.

[73] *Tecnicas Medioambientates Tecmed, S.A., v. United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/00/02), Laudo, 29 de mayo de 2003.
[74] *Tecnicas Medioambientates Tecmed, S.A., v. United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/00/02), Laudo, 29 de mayo de 2003, párrafo 195.

Dicho criterio es seguido por recientes laudos arbitrales como sucedió en el caso *CMS vs. Argentina*, donde los árbitros emplearon un periodo de proyección y pronóstico de los flujos de efectivo aplicando el método DCF. Para ello, consideraron un período de 27 años (tiempo que duró la licencia otorgada a Transporte Gas del Norte[75]) tomando en cuenta que su inicio es el año 2000 —año en que el Gobierno de Argentina decidió tomar la titularidad de las acciones de CMS— y el fin del período analizado por el tribunal arbitral, que fue el año 2027 —año que finalizó la duración original de la licencia y que fue decisivo para determinación de los daños y perjuicios[76]—. En este caso, el período de proyección era igual a la duración original de la licencia; si bien se intentó reconocer una posible extensión hasta el año 2037, el tribunal no consideró esa extensión del periodo de proyección por considerarla especulativa[77].

Un argumento de apoyo que sirve para sostener que los expertos en valoración suelen utilizar un periodo de cinco a diez años en sus pronósticos de DCF es que es común que una empresa alcance un estado de crecimiento constante en dicho periodo de años. Después, una vez que la empresa se estabilice en su entorno competitivo, se espera que los rendimientos de la empresa se aproximen a los rendimientos de la economía (Dickie & Russo, 2020, p. 114). De esta forma, la duración del periodo de proyección debe contemplar la cantidad de años en los que se prevé que la tasa de crecimiento de la empresa sea notablemente mayor que la tasa de crecimiento esperada a largo plazo (Kantor, 2008, p. 178).

[75] Transportadora de Gas del Norte (TGN) fue una de las empresas creadas para el transporte de gas en Argentina en el año 2000.
[76] *CMS Gas Transmission Company vs.* Argentina, ICSID Case No. ARB/01/8, Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 299.
[77] Ibid, párrafo 414.

Una postura contraria adopta Mac Gregor y Smith, en tanto señalan que las empresas generalmente no experimentan tasas de crecimiento consistentes año tras año (Mac Gregor y Smith, 2018, p. 278). Por tal razón, recomiendan a los árbitros que cuestionen si el nivel de crecimiento de la inversión de la empresa es consistente con su desempeño histórico, el crecimiento del mercado en que opera, el tamaño de la empresa y el nivel de inversión que se asume. Ahora bien, en el caso de las empresas de economías en desarrollo, al momento de invertir, pueden presentar dificultades, dado que sus mercados de valores rara vez tienen un historial confiable. Además, la falta de transparencia y la manipulación de mercado pueden ser problemas graves (Mac Gregor y Smith, 2018, p. 280).

Respecto a lo anterior, nos preguntamos lo siguiente: ¿un periodo prolongado de tiempo ayuda a determinar las pérdidas y así otorgar daños al reclamante? ¿O no ocurre así?

Imaginemos que un inversionista haya invertido su capital en una mina de plata para realizar estudios de factibilidad; los resultados de dichos estudios afectarán significativamente el valor de mercado de la empresa. Del mismo modo, los eventos macroeconómicos, como el cisne negro, posterior a la inversión del capital, también afectarán significativamente el valor de mercado de la inversión.

Como conclusión, del análisis de los laudos arbitrales, consideramos que un período de proyección DCF debe cubrir al menos diez años de actividad comercial futura a partir de la fecha de valoración en tanto que, si se cubre más años, puede generar que dicho pronóstico sea especulativo. Aunado a ello, una de las razones que impera en la

jurisprudencia para no aplicación del método DCF es que los pronósticos a futuro sufran de altas tasas de error en tanto se proyectan en un largo periodo de tiempo.

La falta de un historial de rentabilidad debido a un negocio sin marcha

Uno de los grandes desafíos en los proyectos mineros se sustenta en que, en muchos casos, no existe ningún dato financiero en la historia de la empresa que pueda servir para cuantificar la pérdida de beneficios futuros. Una condición previa para el uso del método DCF es que solo puede aplicarse para empresas establecidas o empresas en funcionamiento (es decir, cuando se cumple el negocio en marcha), pues la eficacia del método DCF va unida a que solo pueda ser aplicable a negocios que sean rentables en el futuro (Shumacher, 2018, p.211). Por eso, un argumento central del rechazo de los tribunales arbitral sobre la aplicación del método DCF se basa en que, sin un registro del historial de rentabilidad, el cálculo futuro sería totalmente especulativo.

Independientemente de lo que señala Schumacher, la profesora Marboe indica que la falta de calidad de negocio en marcha de un activo a menudo ha llevado a los tribunales a rechazar los métodos de valoración basados en el enfoque de ingreso y el flujo de caja descontado, ya que la ausencia de rendimientos pasados son motivo suficiente para excluir de la valoración consideraciones sobre perspectivas futuras (Marboe, 2009, p. 263). Un aspecto alrededor de los negocios en marcha es que, en el caso de un proyecto minero de inversión, hasta que esté en funcionamiento—esto es, haya llegado a la etapa de explotación de los recursos naturales— el proyecto no es capaz de generar ingresos. El potencial de la inversión del proyecto —es decir, sus ganancias— será afectado por los riesgos comerciales.

Respecto a esto, cabe preguntarnos lo siguiente: ¿cuándo estamos en un negocio en marcha?

De conformidad con las Directrices del Banco Mundial, una empresa en funcionamiento se define como:

> A going concern means an Enterprise consisting of income-producing assets which has been in operation for a sufficient period of time to generate the data required for the calculation of future income and which could have been expected with reasonable certainty, if the taking had not occurred, to continue producing legitimate income over the course of its economic life in the general circumstances following the taking by the state (World Bank, 1992, art. IV)

Según las Directrices del Banco Mundial, el concepto de empresa en funcionamiento se refiere a una empresa que consta de activos y que ha estado en funcionamiento durante un período de tiempo, en ese sentido, dicha inversión debe demostrar la capacidad de generar ingresos lo cual se deberá probar bajo la viabilidad económica y rentabilidad de la empresa. En atención a dicha definición, la jurisprudencia arbitral como se analizará a continuación, ha considerado dos criterios que debe de cumplir una empresa o inversión para ser calificada como empresa en marcha: (i) la empresa debe de tener un historial de rentabilidad antes de la expropiación u otra acción adversa del Estado soberano; y, (ii) se debe tener certeza que la inversión producirá ingresos en el futuro (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 10).

El concepto de empresa en funcionamiento adoptado por las Directrices del Banco Mundial refleja en parte las características reconocidas por la doctrina jurídica del Derecho Internacional, la práctica arbitral de los tribunales de inversión respecto a lo qué es una inversión y los criterios que han sido desarrollados bajo el test *Salini.* Un ejemplo que ilustra de manera concisa la características de las inversiones extranjeras es el reciente Laudo dictado en el caso *Kaloti Metals & Logistics vs. Perú*, que analizó que la existencia de una inversión no sólo puede constatarse simplemente al demostrar la existencia de una característica de una inversión, como, por ejemplo, un compromiso de capitales, sino que se deberá examinar todas los criterios que han sido adoptados en el test *Salini* para examinar si una inversión es calificada como una empresa en marcha. Estos criterios son: (i) compromiso sustancial de capitales, (ii) duración de la inversión, (iii) expectativa de obtener ganancias y utilidades, (iv) asunción de riesgos y (v) contribución al desarrollo económico[78].

Como hemos señalado en el primer capítulo, el Convenio CIADI no ofrece ninguna explicación del concepto de inversión, solo la única indicación posible de un significado objetivo que se puede deducir del Convenio está contenida en la primera frase del Preámbulo, que habla de la necesidad de cooperación internacional para el desarrollo económico y el papel de la inversión internacional privada; por lo tanto, doctrinarios como Scheuer señalan que el objeto y propósito de la Convención CIADI es el impacto positivo en el desarrollo económico, situación que deberá analizarse cuando se examine los criterios de la existencia de una inversión (Scheuer, Malintroppi, Reinish y Sinclair,

[78] *Kaloti Metals & Logistics vs. Perú*, (ICSID Case No. ARB/21/29), Laudo, 14 mayo de 2024, párrafo 369.

2009. p. 116). La perspectiva de dichos autores se basa a que uno de los requisitos para que exista una inversión es el elemento de la contribución al desarrollo económico, criterio adoptado por el caso *Salini.*

En esa misma línea, doctrinarios como Rudolf and Shreuer citan el caso *Fedax vs. Venezuela*[79], para sostener que la jurisprudencia del CIADI ha basado su análisis de una inversión esencialmente en cuatro criterios establecidos (aporte del inversor, duración determinada del proyecto, existencia del riesgo operacional y contribución al desarrollo del estado anfitrión). Dichos criterios están incorporados en el artículo 25 del Convenio CIADI (Dolzer and Schreuer, 2008, p.68.). Asimismo, señalan que estos criterios fueron reformulados claramente en el test *Salini* y han sido aplicado en laudos posteriores como sucedió en el caso *Kaloti vs. Perú*.

Así, según lo señalado por Dolzer y Shreuer un ejemplo que ilustra cómo el tribunal arbitral analiza los criterios de una inversión es el caso *Fedax vs. Venezuela*, cuyo tribunal decidió lo siguiente:

> **The basic features of an investment have been described as involving a certain duration, a certain regularity of profit and return, assumption of risk, a substantial commitment and a significance for the host State's development.** The duration of the investment in this case meets

[79] *Fedax N.V. v. The Republic of Venezuela*, Decision on Objections to Jurisdiction, 11 Julio 1997, ICSID Case No. ARB/96/3, párrafo. 43.

> the requirement of the Law as to contracts needing to extend beyond the fiscal year in which they are made. The regularity of profit and return is also met by the scheduling of interest payments through a period of several years. The amount of capital committed is also relatively substantial. Risk is also involved as has been explained (…)[80] (Resaltado es nuestro)

De acuerdo a la doctrina analizada, es posible advertir que académicos como Scheuer, Malintroppi, Sinclair, Reinish y Rudol Dolzer sostienen que la existencia de una inversión debe ser analizada según los criterios adoptados bajo el test *Salini*. Dicho razonamiento guarda coherencia con el horizonte de las Directrices del Banco Mundial, en tanto una empresa en funcionamiento para ser calificada como una inversión será relevante analizar el requisito del tiempo, es decir, cuánto dura la inversión, lo cual se refleja tanto en la casuística arbitral como los casos *Fedax vs. Venezuela* y *Kaloti vs. Perú*.

De acuerdo al análisis doctrinario y la casuística arbitral, la relevancia del análisis de una empresa en funcionamiento se basa en que, en virtud al Derecho Internacional de Inversiones, una empresa en funcionamiento estaría sujeta a arbitraje sólo en la medida en que también califique como una inversión. Si una empresa o proyecto de inversión es un negocio en marcha o funcionamiento, pero no califica como una inversión (por ejemplo, porque no tiene la escala necesaria para demostrar que tenía las expectativas de obtener ganancias o utilidades lo que está estrechamente unido al concepto de la

[80] *Fedax N.V. v. The Republic of Venezuela*, Decision on Objections to Jurisdiction, 11 Julio 1997, ICSID Case No. ARB/96/3, para. 43.

rentabilidad, como sucedió en el caso *Kaloti vs. Perú*), no estaría sujeto dicha disputa bajo un arbitraje internacional de inversiones. En otras palabras, nuestra postura recae en que es importante que se analice si una inversión o proyecto de inversión califica o no como una empresa en funcionamiento, en tanto constituye un factor limitante para que se aplique el método DCF en el análisis cuántico dentro de los procedimientos arbitrales, debido a que de lo contrario sería un indicio de que la empresa enfrenta riesgos de que sus ganancias sean especulativas, y por tanto, los tribunales arbitrales serían reacios a otorgar un monto por daños (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 7).

Ahora bien, la conceptualización del negocio en marcha o denominado también como empresa en funcionamiento lo podemos encontrar en el caso *Vivendi vs. Argentina.* El tribunal arbitral definió un negocio en marcha como una empresa comercial con poder adquisitivo demostrable en el futuro. El tribunal arbitral, en este caso, determinó que la falta de un historial comprobado de rentabilidad no es un impedimento absoluto para usar el método de valoración según el método DCF[81]. Sin embargo, para superar el inconveniente de su falta, cualquier demandante debe aportar pruebas convincentes de su capacidad para producir utilidades. [82] En esa misma línea, en el caso *Noble Venture vs. Romania*, el tribunal arbitral indicó lo siguiente: según el Derecho Internacional, una empresa puede considerarse un negocio en marcha solo si tiene un historial reciente de rentabilidad a partir del cual se puedan proyectar ganancias futuras con un grado razonable de certeza[83].

[81] *Compañía de Aguas del Aconquija S.A. y Vivendi Universal S.A. vs.* Argentina (ICSID Case No ARB/97/3), laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 8.3.8.
[82] Ibid, párrafo 8.3.8.
[83] *Noble Ventures, Inc. v. Romania* (2005). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/01/11), párrafo 228.

Con mucha frecuencia, cómo determinar si la previsión de flujo de efectivo es fiable —y relacionarlo con la cuestión de si la empresa está o no está en marcha— es uno de los temas de debate que ha surgido en la práctica internacional. Tal es así, que varios laudos de tribunales de arbitraje de inversión sostienen que sólo es una empresa en marcha si tiene un historial de varios años de rentabilidad que permita determinar una compensación prospectiva con certeza razonable. El respaldo de las reclamaciones por daños de los inversionistas se basa en que los árbitros estén convencidos de que la empresa tenía un futuro lo suficientemente cierto, pese a que aun la empresa no genere ingresos.

Teniendo en cuenta lo señalado, algunos tribunales internacionales han empleado el método DCF aun cuando la inversión no haya iniciado operación, y, por tanto, tenía un historial de operaciones limitado (Caldwell, Chodorow y Dorobantu, 2018, p. 305). Ahora bien, autores como Shumacher y Klone sostienen que la limitación de la carencia de un historial de rentabilidad no es impedimento para la aplicación del DCF (Shumacher y Klone, 2018, p. 217). Un ejemplo es el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*, cuyo caso se basó en la privación de una inversión de una mina de oro que había sido explorada pero nunca llegó a la etapa de producción. El tribunal arbitral estuvo de acuerdo con la posición de los expertos cuánticos de que el método DCF era el enfoque más apropiado para cuantificar los daños, a pesar de la ausencia de un historial de operaciones antes de la expropiación[84].Otro ejemplo, es el caso *Quirobax vs. Bolivia*, relativo a una mina

[84] *Gold Reserve Inc. vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/09/1), Laudo,22 de septiembre de 2014, párrafo 830.

de ulexita con un historial de rentabilidad de dos años a partir de la fecha de valoración[85]. Estos casos ilustran que la carencia de un historial operativo no desacredita la aplicación del método DCF. Además, estos casos confirman que los tribunales internacionales justifican el uso del método DCF para calcular los daños incluso cuando el proyecto no era una empresa en funcionamiento en el momento del incumplimiento del tratado (Alberro y Ruttinger, 2015, p. 14).

Es importante también preguntarnos los siguiente: ¿cuántos años de presencia continua en el mercado debe de tener la empresa para que se considere un negocio en marcha?

Ciertamente, resulta complejo encontrar el preciso número de años de presencia en el mercado que debe de cumplir la empresa para que pueda considerarse un negocio en marcha; sin embargo, creemos que la jurisprudencia puede ilustrarnos con algunas posibilidades.

Recorriendo la jurisprudencia, encontramos el caso *Asian Agricultural Products vs. Sri Lanka,* donde el tribunal arbitral determinó que sería necesario que una empresa o proyecto opere al menos en dos o tres años para establecer una base confiable para estimar la rentabilidad futura.[86] Sobre el punto anterior, también resulta preciso traer a colación el caso *Southern Pacific Properties vs. Egypt*, donde el tribunal arbitral indicó que el método DCF no es apropiado para determinar la compensación, dado que el

[85] *Quirobax vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/02), 16 de septiembre de 2015, párrafo 347.
[86] *Asian Agriculture Products Ltd vs. Sri Lanka,* Laudo, 27 June 1990, párrafo 103.

proyecto, según el razonamiento de los árbitros, no existió durante un tiempo suficiente para generar los datos necesarios para un cálculo del DCF[87].

Asimismo, es pertinente referirnos al caso *Quirobax vs. Bolivia*, donde las Demandantes demostraron que la operación exitosa de las concesiones durante casi tres años era suficiente para establecer su historial de desempeño y generar los datos necesarios para calcular los ingresos futuros[88]. Además, debido al éxito pasado de la operación, se podría haber esperado ingresos futuros con razonable certeza, de no haber sido por la pérdida de las concesiones[89]. Estos tres años de operación también demuestran que las Demandantes tenía un proyecto que estaban en marcha[90].

En palabras sencillas, con este caso se podría inferir que una empresa en marcha se demostraría tras tres años de operación exitosa. En el caso de Quirobax, el tribunal arbitral determinó que debía aplicarse el método DCF, pues la mina había estado operativa durante tres años. Más aún el historial de rentabilidad de las Demandantes durante casi tres años proporciona datos suficientes para crear una proyección razonable[91].

Sin embargo, está claro que una inversión que nunca funcionó, es decir, que nunca llego al estado operativo de producción no puede considerarse una empresa en

[87] *Southern Pacific Properties (Middle Easte) vs. Egypt* (ICSID Case No ARB/84/3), Laudo, 20 de mayo de 1992
[88] *Quirobax S.A. & Non- Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia* (ICSID Case No, ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 332.
[89] *Quirobax S.A. & Non- Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia* (ICSID Case No, ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 332, 345.
[90] *Quirobax S.A. & Non- Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia* (ICSID Case No, ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 332, 335.
[91] *Quirobax S.A. & Non-Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 332.

funcionamiento. Así lo expresó expresamente el laudo dictado en el caso *Metalclad vs. Estados Unidos Mexicanos:*

> However, where the enterprise has not operated for a sufficiently long time to establish a performance record or where it has failed to make a profit, future profits cannot be used to determine going concern or fair market value …that is ascertainment requires the prior presence on the market for at least two or three years, which is the minimum period needed in order to establish continuing business connections[92].

De manera similar, en el caso *Tecmed vs. Estados Unidos Mexicanos*, el tribunal arbitral decidió lo siguiente:

> The non-relevance of the brief history of operation of the Landfill by Cytrar - a little more than two years - and the difficulties in obtaining objective data allowing for application of the discounted cash flow method on the basis of estimates for a protracted future, […] lead the Arbitral Tribunal to disregard such methodology to determine the relief to be awarded to the claimant[93].

En la práctica actual a raíz de los casos *Quirobax vs. Bolivia*, *Metalclad vs. Estados Unidos Mexicanos, Tecmed vs. Estados Unidos Mexicanos* y *Asian Agriculture Products vs. Sri Lanka s*e debe deducir que los tribunales internacionales de inversión consideran

[92] *Metalclad Corp. vs. United Mexican States*, Case No. ARB (AF)/97/1, Laudo del 30 de agosto de 2000, párrafo 120-121

[93] *Téçnicas Medioambientales Tecmed S.A. vs. The United Mexican States,* (ICSID Case No. ARB (AF)/00/2), Laudo del 29 de mayo de 2003, párrafo 186.

que cuando la inversión en disputa ha funcionado exitosamente por más de tres años, se podrá interpretar exitosamente que califica como una empresa en funcionamiento.

Finalmente, es preciso mencionar el caso *Khan vs. Mongolia*, donde el demandante defendió el uso de un método DCF como un método apropiado para determinar el valor justo de mercado de una mina con reservas probadas. Según las Demandantes, una vez que se conocen estas reservas, junto con los costos asociados con el desarrollo y la producción, se puede aplicar el precio de mercado del recurso relevante para estimar las ganancias futuras con certeza razonable. Por lo tanto, según las reclamantes, no importa que la mina no haya entrado realmente en plena producción o que no sea un negocio en marcha y en funcionamiento.[94] No obstante, el tribunal arbitral indicó que existe una serie de factores que, en opinión del tribunal, hacen que el método DCF sea poco atractivo y especulativo. La interrogante que destacó el tribunal arbitral en su análisis fue esta: ¿Es en la inversión en un negocio, proyecto o activo que ya está en producción, como un negocio en marcha, o en un negocio establecido el criterio en el que debe evaluarse la empresa en funcionamiento? El tribunal, sin embargo, rechazó el método DCF, indicando que no se había logrado el nivel de certeza de las inversiones realizadas.

Si bien hay posturas muy respetadas como lo señalado por Mark Kantor, quien sostiene que definir que una empresa es un negocio en marcha, para propósitos de valuación, no resuelve el dilema de si los flujos de efectivo futuros se pueden estimar con el nivel de certeza necesario para respaldar una reclamación por daños. Esto se debe a que el

[94] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No 2011-09), Laudo sobre el fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 391.

término «negocio en marcha» se relaciona a la negativa de otorgar compensación a un inversionista por ganancias futuras, porque la preocupación de los árbitros recae en que proyectar ganancias futuras sea demasiado especulativo e incierto (Kantor, 2008, p. 92). Nuestra postura se adhiere a la práctica arbitral reciente y a la perspectiva de las Directrices del Banco Mundial sobre qué es una empresa en marcha. Así, los tribunales arbitrales internacionales examinan los criterios del Test *Sallini* para analizar si una inversión califica como una empresa en funcionamiento. En ese sentido, los árbitros interpretarán que una inversión debe tener al menos entre dos a cinco años de operación para calificar como una empresa en funcionamiento, dicho análisis será vital para la aplicación o no del método DCF.

2.2. Análisis de riesgos de inversión para los proyectos de exploración minera

Los proyectos mineros alrededor del mundo son afectados por actos imputables al Estado que retrasan o frustran su ejecución y, como consecuencia de ello, los inversores extranjeros perjudicados pueden hacer valer sus derechos en un arbitraje iniciado bajo un tratado de inversión, reclamando el pago de una compensación por las pérdidas sufridas (Veit, Gallego y Velarde, 2023, p. 111). La mayoría de estas reclamaciones son hechas contra países ricos en recursos naturales, como, Venezuela, Perú y Ecuador. Dichos países en vías de desarrollo resultan atractivos para los inversores extranjeros, en parte porque pueden ofrecer a los inversionistas desarrollar una gama de actividades mineras como la exploración, explotación de minerales y recursos naturales, piedra angular del desarrollo económico.

De hecho, el número de proyectos mineros ha aumentado con cada año que pasa (United Nations Industrial Development Organization , 2018). Sin embargo, los proyectos mineros requieren importantes inversiones iniciales durante las fases de prefactibilidad, factibilidad y desarrollo para alcanzar la etapa de producción y, en la mayoría de los casos, varios años de explotación continua antes de que produzcan un rendimiento positivo y sean económicamente viables (Ali, Franzetti, García y Silva, 2019, p. 200) (Fry y Bret, 2019, p.3). Durante este período, los proyectos mineros están sujetos a riesgos tales como mercados volátiles, riesgos geológicos, riesgos regulatorios, riesgo país, riesgo de mercado, riesgos comerciales, y riesgos sociales y ambientales.

La premisa básica del riesgo de inversión minera se puede definir como la falta de seguridad frente a la rentabilidad futura de una inversión inicial, como la probabilidad de ganancias futuras o pérdidas (Kantor, 2008, p. 10). La importancia de los riesgos genera mucha incertidumbre, la cual constituye un factor de determinación que aplica los tribunales arbitrales para rechazar el enfoque de Caja de Flujo Descontado (DCF), en el cálculo del valor presente del flujo futuro de las ganancias proyectadas ante una reclamación por indemnización por daños por la pérdida de la inversión del reclamante.

Después de indicar, en el primer capítulo, cuáles son los supuestos que constituyen una expropiación indirecta, resulta fundamental precisar que un sector de la doctrina considera que la expropiación indirecta no brinda protección contra los riesgos que afrontan las inversiones (Velásquez, 2013, p.246). En atención a dicho punto, Velásquez, citando a Dolzer, sostiene que los inversionistas asumen los riesgos propios

de la situación fáctica y normativa que presenta el estado receptor de la inversión; es decir, asumen el riesgo asociado con el régimen regulatorio del Estado anfitrión.

Aparte de la discusión en la doctrina sobre quién deberá finalmente asumir los riesgos ante una expropiación, existe desacuerdo entre los tribunales arbitrales internacionales sobre cómo contabilizar la gama de riesgos que enfrenta una inversión cuando se utiliza, por ejemplo, el método DCF (Bonnitcha, 2020, p.18).

Es posible que ocurra algún evento con consecuencias negativas, sea de carácter sistemático o asistemático, que afecte la industria o propiamente a la empresa en donde los beneficios que se obtengan sean menores a los esperados, o que no exista un retorno de la inversión en absoluto (Marboe, 2009, p. 245). La volatilidad con que se presentan estos riesgos podría desembocar en una paralización de un proyecto minero de forma temporal o permanente y, con ello, en una pérdida de ganancias. Tanto la doctrina como los tribunales arbitrales del CIADI han identificado tres riesgos de inversión: i) riesgo social, ii) riesgos comerciales y iii) riesgo país.

En esta medida, resulta fundamental revisar los principales riesgos de inversión que pueden afectar la protección internacional de las inversiones en el sector minero y que impactan en el desarrollo de un proyecto minero —como, por ejemplo, el riesgo social, riesgos comerciales y el riesgo país— en el contexto donde se ha producido expropiaciones indirectas e ilegales.

2.2.1 Riesgo social

En la actualidad, el riesgo social constituye un gran desafío que enfrentan los proyectos mineros, independientemente de dónde estén ubicados. Los riesgos sociales, con asiduidad, se consideran como parte de dos conceptos: (i) licencia social y (ii) conflictos sociales. Respecto al primer concepto, la licencia social se refiere a la necesidad de que los aspirantes a las concesiones de los proyectos de recursos naturales busquen la aceptación de las comunidades locales al desarrollar y operar una mina (Fry y Bret, 2019, p.4). Siguiendo a los autores Jason Fry y Alexis Bret, esta licencia no se refiere a una autorización gubernamental, sino más bien a la aceptación de la comunidad, lo cual sólo puede obtenerse a través de una comunicación y consulta con las comunidades locales. Doctrinarios como Barnes señalan que la licencia social está representada por el marco regulatorio y que la licencia social solo se ha abordado recientemente en la práctica de unos pocos tribunales de arbitraje de inversión (Barnes, 2019, p. 350).

Respecto al segundo concepto, se desprende la noción de «conflicto social», debido a la no aceptación y oposición de las comunidades. Esto puede originar conflictos importantes entre las comunidades locales y las partes interesadas del proyecto minero, y podría amenazar la viabilidad del proyecto.

De manera general, todo proyecto que se desarrolla debe cumplir con una serie de requisitos legales y reglamentarios para su funcionamiento, además de contar con la aprobación del lugar donde se pretende desarrollar. El incumplimiento de estos requisitos genera una serie de desafíos, y aumenta la probabilidad de retraso y aumento

de costos, con lo cual se genera una fuente importante de incertidumbre que afecta la valoración del proyecto (Fernández, 2018, p.33).

Los conflictos por cuestiones sociales y ambientales relacionadas con proyectos mineros han sido un asunto recurrente en la jurisprudencia derivada de disputas mineras en los arbitrajes internacionales de inversión (Ali, Franzetti, García y Silva, 2019, p. 202). Estos problemas pueden variar desde una simple denegación o retraso en la emisión de permisos, cancelación de títulos mineros o cambios en el régimen regulatorio del estado anfitrión, hasta situaciones de conflicto social como la toma de la mina por pobladores de las comunidades locales que son afectadas por el proyecto minero (Veit, Gallego y Velarde, 2023, p.111). A menudo, las relaciones poco armoniosas entre los inversores y las comunidades locales han sido el origen de los conflictos sobre los que los tribunales arbitrales han tenido que decidir. Los laudos arbitrales recientes en materia de inversión ante el CIADI y la Corte Permanente de Arbitraje confirman una nueva tendencia en la que las cuestiones sociales y ambientales desempeñan un papel importante en las decisiones arbitrales, una tendencia que probablemente afectará el resultado de los arbitrajes en el futuro, tendencia que ha evolucionado desde el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*.

En ese sentido, la aparición de estos conflictos vuelve cautelosos a los inversionistas, los cuales optan por esperar a que la incertidumbre se resuelva antes de apostar de nuevo por inversiones en acciones mineras (respaldadas por portafolios de activos reales como los proyectos mineros) (Huaroto de la Cruz, 2015, p.4).

Ahora bien, uno de los derechos que se encuentra vinculado a los conflictos sociales y teniendo en consideración el marco regulatorio peruano es el derecho a la consulta previa. Desde la entrada en vigor del Convenio 169 de la OIT (1995) en el ordenamiento jurídico peruano, se establece la obligación de consultar a las comunidades indígenas y pueblos originarios, de manera previa, sobre la realización y desarrollo de un proyecto de inversión que pueda afectar sus intereses, como es el caso de un proyecto de exploración y posterior explotación minera.

En los últimos años se ha registrado el poco éxito de las consultas previas respecto a las inversiones mineras. Eso se debe principalmente a que; a) la mayoría de las concesiones mineras fueron otorgadas antes de la promulgación de la Ley de Consulta Previa; b) en los nuevos proyectos la entrega de la concesión misma no han sido vista como una decisión sujeta a consulta; c) las comunidades potencialmente afectadas suelen no ser consideradas como indígenas; y d) la poca experiencia por la escasa capacitación de las comunidades indígenas al momento de las negociaciones (Sanborn, Hurtado y Ramírez, 2016, p. 18).

Con base en la doctrina y jurisprudencia examinada, se puede apreciar que, aunque la licencia social no se define claramente en el derecho internacional, es claro que las empresas mineras deben realizar consultas con las comunidades indígenas para obtener el consentimiento de todas las comunidades afectadas por el desarrollo del proyecto (ONU, artículo 32). En atención a esas consultas, es importante enfatizar que la legislación peruana regula la consulta previa, a través de la Ley N' 29785 que entró en vigor el 31 de agosto de 2011. Esta garantiza a los pueblos indígenas u originarios el derecho a ser consultados previamente sobre las medidas legislativas o

administrativas que pudieran afectar directamente sus derechos colectivos con la finalidad de llegar a un acuerdo entre las partes, lo cual fortalece las decisiones de los pueblos indígenas en las decisiones del Estado. Un caso interesante que podemos señalar es el caso Bear Creek vs. Perú donde el tribunal arbitral analizó la obligación del Estado de consultar a los pueblos indígenas afectados por una explotación minera, el nexo causal entre la no obtención de una licencia social para el desarrollo de dicha actividad y la existencia y el grado de responsabilidad de la empresa frente al conflicto social creciente (Bas, 2019, p. 140).

Ahora bien, como se señaló en líneas anteriores, existe una tendencia en la que las cuestiones sociales y ambientales desempeñan un papel importante en las decisiones arbitrales. Esta tendencia efectivamente afecta el razonamiento de los árbitros al emitir sus laudos.

El primer laudo que abordó el tema del riesgo social fue *Gold Reserve vs. Venezuela* del año 2014. Después que Venezuela revocara el permiso de construcción tras haber obtenido la empresa por motivos relacionados con el impacto del proyecto y la oposición de las comunidades indígenas, las concesiones del inversionista no fueron renovadas. Existe una similitud en base al razonamiento del tribunal arbitral en este caso como en el caso *Quirobax vs. Bolivia* en tanto los árbitros decidieron que las cuestiones sociales y la oposición de las comunidades nativas frente al desarrollo del proyecto minero no fueron consideradas en ambos casos por los árbitros al analizar la rentabilidad futura del proyecto. El tribunal arbitral en el caso *Quirobax vs Bolivia*, basándose en el hecho de que el proyecto minero era una empresa en marcha con un historial comprobado de

rentabilidad, aplicó el método DCF para otorgar compensación al inversionista, de los USD 151 millones reclamados, el tribunal otorgó USD 48,6 millones[95].

En vista de lo anterior, el enfoque antes mencionado de los casos *Quirobax vs.Bolivia* y *Gold Reserve vs. Venezuela* donde el tribunal arbitral no prestó mucha atención al conflicto social y riesgo social que condujo a la revocación de las concesiones mineras, ha evolucionado. Estos cambios significativos se analizarán en los casos *Bear Creek vs. Perú*, *Cooper Mesa vs. Ecuador* y *South American Silver*. La nueva tendencia sugiere que los tribunales arbitrales puedan estar más abiertos a comprender la interacción entre las preocupaciones sociales y el impacto del riesgo social en el análisis cuántico de la compensación reclamada por el inversionista., obligando a los inversores a cumplir normas de conductas más estrictas. Así mismo esta tendencia aboga en que los tribunales internacionales continúen analizando adecuadamente el instituto de la licencia social y el impacto del riesgo social, factores claves para evaluar la viabilidad de un proyecto minero que aún no ha alcanzado la producción y, por ende, la certeza que requieren los tribunales internacionales para proyectar y cuantificar las ganancias futuras a través de metodologías basadas en el enfoque de ingresos como el método DCF, lo que podría tener un efecto significativo en el monto de la compensación que otorga los tribunales arbitrales (Ali, Franzetti, García y Silva, 2019, p. 204).

En la jurisprudencia de los arbitrajes internacionales en materia de inversión, podemos citar el caso *Copper Mesa vs. Ecuador*. Este es el primer caso minero en América Latina que confirma el surgimiento de una tendencia en la que las cuestiones sociales y ambientales son alegadas y analizadas tanto por las partes como por el tribunal

[95] *Quirobax vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/02), 16 de septiembre de 2015, párrafo 347.

arbitrales. Copper Mesa es una empresa canadiense que adquirió los derechos de concesión para una mina a cielo abierto en Intag, una región de Junín en Ecuador, en julio del año 2004. En este caso, el inversor demandó a Ecuador, al amparo del Tratado Bilateral de Inversión de Canadá -Ecuador. El inversor alegó varios incumplimientos de las disposiciones de este tratado, incluida la expropiación de sus principales concesiones mineras (las concesiones de Junín)[96], la cual enfrentó conflictos sociales por parte de las comunidades locales desde el momento en que se anunció su inversión[97].

Dichos conflictos sociales, a causa de la violencia asociada con las concesiones de Junín, comenzaron sólo unos meses después y finalmente escalaron a actos ilícitos sancionados en la legislación penal ecuatoriana[98]. La violencia de represalia del inversionista empeoró la relación con las poblaciones locales hasta el punto en que se volvió muy difícil para el inversionista involucrarse en cualquier tipo de proceso de consulta previa con las comunidades afectadas. Esta consulta iba a ser parte del Estudio de Impacto Ambiental (EIA) exigido por la ley ecuatoriana como condición previa al desarrollo del proyecto de inversión minera. Sin embargo, esto nunca se materializó. Las concesiones de Junín fueron rescindidas en noviembre del año 2008, sin compensación a la empresa minera. En el momento de la terminación, el proyecto aún se encontraba en una etapa exploratoria temprana, es decir, en una fase inicial [99] El tribunal arbitral concluyó que Ecuador había expropiado ilegalmente las concesiones de

[96] *Cooper Mesa Mining Corporation vs. Ecuador* (PCA Case No. 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 6.128
[97] Ibid, párrafo 4.68
[98] Ibid, párrafo 4.130, 4.162, 4.165.
[99] *Cooper Mesa Mining Corporation vs. Ecuador* (PCA Case No. 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 1,92, 1,93, 4,258, 6,55, 7,24.

Junín en virtud al tratado aplicable; asimismo, el tribunal analizó la fase del proyecto y determinó que el proyecto se encontraba en una etapa inicial. Además, valoró hechos como que la empresa minera no completaba aún el Estudio de Impacto Ambiental y la oposición social al proyecto minero. Con base en eso, otorgó daños por un monto de USD 19 millones; este monto de la compensación corresponde al 20% del monto reclamado (USD 70 millones)[100].

Uno de los laudos más recientes es el caso *Bear Creek vs. Perú*, caso que siguió una tendencia similar al caso *Copper Mesa vs. Ecuador*. En este, la licencia social recibió una consideración profunda en el análisis del caso.

La empresa Bear Creek Mining Corporation, a través del Decreto Supremo N°083-2007/EM, adquirió los derechos jurídicos del proyecto minero Santa Ana que incluía siete (07) concesiones mineras ubicado dentro de los 50 km de frontera con Bolivia, en el departamento de Puno. Este decreto fue aprobado bajo el amparo del artículo 71° de la Constitución Política del Perú de 1993, y se consideró de necesidad pública la inversión privada en actividades mineras para que la empresa Bear Creek pueda adquirir las concesiones mencionadas[101].

Durante los meses de mayo a junio de 2011, ocurrieron protestas en Puno contra el proyecto minero Santa Ana[102]. Estas fueron lideradas por el dirigente anti minero Walter

100 Ibid, 7.24, 7.27, 1.71, 7.32

101 *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No, ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 149

102 Desde el año 2011 la oposición a la minería aumentó. Los manifestantes solicitaron la cancelación del proyecto Santa Ana y se suscitaron huelgas y hechos de violencia, desde bloqueos de carreteras, incluidas las carreteras de acceso a Bolivia, hasta el enfrentamiento con las fuerzas policiales, las cuales son acciones de resistencia social. Dichos hechos reflejan los riesgos políticos en Perú. (Bear Creek vs. Perú, Laudo, Párrafo 183).

Aduviri Calisaya y finalmente motivaron la cancelación del indicado proyecto mediante el Decreto Supremo Nº 032-2011-EM de fecha 24 de junio de 2011, el mismo que derogó el anterior Decreto Supremo 083-2007-EM[103].

La empresa Bear Creek Mining Corporation, en julio del año 2011, al sentirse afectada por el Decreto Supremo Nº 032-2011-EM, recurrió vía acción de amparo ante la justicia peruana, la cual ordenó al Estado la devolución de la concesión[104]. No obstante, Bear Creek decidió suspender los trámites judiciales en Perú y presentó su caso en agosto del 2014 ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), alegando que el Perú habría vulnerado los estándares de protección contemplados en el Capítulo VIII de inversión del Tratado de Libre Comercio (TLC) suscrito entre el Perú y Canadá. Por tanto, se solicitó que el Gobierno peruano proceda a la restitución plena o el equivalente monetario de los daños y perjuicios por el incumplimiento del TLC (al menos USD 522,2 millones)[105].

Entre los estándares que invocó Bear Creek Mining Corporation en su reclamación, se encuentra el Trato Justo Equitativo, el estándar de la Nación Más Favorecida, y Medidas Irrazonables y Discriminatorias. En función de dichos estándares, el tribunal concluyó que Bear Creek tenía una inversión protegida por el Capítulo VIII del TLC Canadá-Perú y que, conforme al decreto supremo 032-2011-EM, esta fue objeto de una expropiación indirecta en violación de los términos del TLC[106] (Saco y Torres 2019, p. 245).

---

[103] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No, ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 247.
[104] Ibid, párrafo 432.
[105] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 572.
87 Ibid, párrafo 574

En resumen, los alegatos del inversor se basaban en la revocación de un decreto ejecutivo que expresamente habilitó la explotación de las concesiones mineras del proyecto minero Santa Ana. El demandante aduce que el decreto ejecutivo fue motivado por severos conflictos sociales entre el inversionista y las comunidades indígenas que se opusieron al proyecto, en tanto las comunidades señalaban que sufrirían del impacto ambiental del proyecto por el agua potable[107]. En un esfuerzo por sofocar el conflicto social, Perú decidió revocar el decreto ejecutivo que había permitido el proyecto minero Santa Ana. Al momento de la revocación, el proyecto aún se encontraba en una etapa de prefactibilidad y carecía de muchos de los permisos y licencias ambientales necesarios para continuar con la actividad minera[108].

En este caso, el tribunal arbitral abordó el concepto de licencia social, lo que afectó en la decisión de los árbitros. Así, el tribunal preguntó a los demandantes lo siguiente: ¿qué acciones se requerían legalmente de la demandante para obtener una licencia social para operar? Perú señaló que no obtuvo las aprobaciones legales relacionadas con la Evaluación de Impacto Ambiental y Social[109]. El tribunal examinó el requisito de la licencia social en el contexto de la derogación del DS N° 083 y apreció que las demandantes hicieron diversos esfuerzos para llegar a las comunidades locales. El tribunal no intentó definir la licencia social, pero señaló que este concepto no está claramente definido en el derecho internacional y, en ese contexto, se refirió a varios instrumentos internacionales como la Declaración de las Naciones Unidas de los

[107] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 152.
[108] Ibid, párrafo 401.
[109] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 177.

Pueblos Indígenas y el Convenio 169 de la Organización Internacional de Trabajo[110]. El tribunal arbitral advirtió que las demandantes incurrieron en fallas para relacionarse con las comunidades locales, como haber utilizado el idioma español en las reuniones con las comunidades nativas, a pesar de que el 80% de los asistentes eran hablantes nativos de Aymara[111]. Estas fallas de los demandantes, aunado a la ausencia de una licencia social, fueron factores que, a consideración del tribunal, determinaron justificar una reducción significativa de los daños otorgados a los demandantes de USD 522 millones a USD 18 millones (Anexo 1).

Por eso, en el caso Bear Creek, al igual que en el caso Copper Mesa, el tribunal arbitral analizó aspectos como la magnitud del conflicto social para concluir si el proyecto era viable o no. En el caso particular de Bear Creek, las incertidumbres que surgieron a consecuencia de las protestas por las actividades mineras y por los impactos negativos de la minería influenciaron para que Bear Creek nunca obtuviera la licencia social requerida en tanto las comunidades nativas solicitaron la cancelación del proyecto minero. En consecuencia, el proyecto nunca inició su etapa de explotación y producción dado que el proyecto aún se encontraba en su fase inicial, en una etapa de prefactibilidad, y carecía de muchos de los permisos y licencias ambientales necesarios para continuar.

Finalmente, en el caso *South American Silver vs. Bolivia*, el tribunal enfatizó la importancia del impacto de las cuestiones sociales y el riesgo social en su decisión. En

[110] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 406.
[111] Ibid, párrafo 219-225.

este caso, las comunidades indígenas Aymara se opusieron al proyecto minero Malku Khota, alegando esencialmente, que la empresa minera había estado involucrada en una serie de abusos contra sus derechos y que el desarrollo de la mina corría el riesgo de causar graves impactos ambientales, como, por ejemplo, la contaminación ambiental en los lagos sagrados[112]. En este caso, el tribunal arbitral determinó que las acciones del demandante habían contribuido significativamente a agravar el conflicto social provocado por sus actividades minera, dicho contexto fue decisivo para que el tribunal determinara que Bolivia estaba justificada en declarar la reversión de las concesiones mineras, lo que equivalía a una expropiación legal. De los USD 385, 7 millones reclamados, el tribunal arbitral otorgó USD 18, 7 millones más intereses (Ver Anexo 1)[113].

Así, en los casos antes mencionados un aspecto a considerar es que los inversionistas deben de comprender que no realizar adecuadamente y abordar de manera oportuna los desafíos sociales y el impacto del riesgo social podría afectar negativamente la reclamación de las demandantes sobre el fondo. Por ejemplo, en los casos Copper Mesa y South American Silver, el tribunal arbitral redujo la compensación del inversionista a la luz de su comportamiento hacia las comunidades locales al evaluar la contribución del inversionista a su propio daño y las acciones del demandante en el agravio del conflicto social (Ali, Franzetti, García y Silva, 2019, p. 211).

[112] *South American Silver vs. Bolivia*, (PCA Caso No. 2013-15), 22 de noviembre de 2018, párrafo 113.
[113] *South American Silver vs. Bolivia*, (PCA Caso No. 2013-15), 22 de noviembre de 2018, párrafo 872.

A partir de los ejemplos ilustrativos de la jurisprudencia internacional sobre arbitraje internacional de inversiones mineras podemos advertir diversos aspectos: el primero, es que todos los Estados demandados son países en desarrollo en América Latina; el segundo, la tendencia primigenia de no considerar las cuestiones sociales en el análisis cuántico de la compensación reclamada ha evolucionado desde el caso *Gold Reserve vs Venezuela* donde si bien las partes plantearon el posible impacto del riesgo social en la controversia, los tribunales no se detuvieron en dichas cuestiones y decidieron que no era relevante en el resultado del laudo arbitral; tercero, no abordar los conflictos sociales como manifestación del riesgo social puede socavar gravemente la viabilidad de los proyectos mineros y generar un impacto en el resultado del arbitraje internacional. A partir de los casos *Cooper Mesa vs. Ecuador* y *Bear Creek vs. Perú*, los tribunales internacionales han puesto mayor énfasis a las cuestiones sociales, especialmente cuando los proyectos mineros se encuentran en su fase inicial de desarrollo y cuando estos proyectos han provocado la oposición de alas comunidades nativas, lo que podrían tener un impacto decisivo en cuestiones como la cuantía del arbitraje internacional.

2.2.2 Riesgos comerciales

A fin de analizar los riesgos comerciales que afectan un proyecto de inversión minera, debemos de tener en consideración lo que en la doctrina nos señala la profesora Marboe respecto a que el riesgo de una empresa generalmente se divide en riesgo sistemático y asistemático, o no sistemático o riesgos subjetivos (Marboe, 2009, p.246). De la misma manera, Mark Kantor nos indica que los riesgos comerciales son un buen ejemplo de aquellos riesgos asistemáticos. Iniciemos definiendo qué es un «riesgo sistemático» y

«riesgo asistemático», para luego seguir con el análisis de la conceptualización de los riesgos comerciales (Kantor, 2008, p. 147).

En ese sentido, la profesora Marboe indica que un riesgo sistemático implica el análisis de las condiciones económicas generales, los riesgos ambientales y el entorno político, mientras que un riesgo asistemático comprende riesgos específicos como los riesgos comerciales, que surgen, por ejemplo, de factores macroeconómicos, de factores del mercado financiero (riesgo financiero), de factores de oferta/demanda, y del riesgo de mercado (Marboe, 2009, p. 247) (Kantor, 2008, p. 147) (Dorobantu, Maniatis y Dupont, 2016, p. 221). Es importante también señalar que, de todos los componentes de riesgo que comprende los riesgos comerciales que son analizados en los laudos arbitrales, es el riesgo financiero uno de los riesgos que implica un desafío para ser examinado por los árbitros en las decisiones arbitrales.

Ahora bien, un aspecto para tener en cuenta es que, debido a sus características económicas, los activos mineros son altamente susceptibles a disputas y a diversos riesgos por los siguientes motivos. En primer lugar, los proyectos mineros están expuestos a los precios de los minerales que son altamente volátiles, lo que se traduce en riesgos de mercado que no sólo impactan en la rentabilidad inmediata, sino que también podrían alterar la viabilidad económica de los recursos aún por extraer (Abdala y López, 2019, p.147). Los riesgos del precio de los minerales también crean fricciones en proyectos con minerales vendidos bajo contratos a largo plazo como, por ejemplo, los contratos de concesión minera (Abdala y López, 2019, p.147). En segundo lugar, debido a que los inversionistas normalmente no son propietarios de los recursos

minerales que extraen (sólo poseen el derecho de explorar y extraerlos), y debido a que sus inversiones se tornan irrecuperables, los proyectos mineros son vulnerables al riesgo regulatorio. En adición, los factores que los condicionan son el tipo de industria y el tiempo de duración del contrato, como los contratos a largo plazo (ejemplo, los contratos de concesión minera señaladas líneas atrás) (Abdala y López, 2019, p.147).

De ese modo, el impacto de los riesgos financieros puede estar reflejado en la proyección de los flujos de efectivo futuro de un proyecto minero, así como el valor del dinero en el tiempo.

La clasificación de riesgos, señalada por la profesora Marboe y por Mark Kantor, ha sido también analizada por la casuística arbitral en el caso *Tethyan* vs *Pakistán*, donde el profesor Davis, experto cuántico de la parte demandante, explicó que el método DCF permite distinguir entre dos tipos de riesgo: (i) riesgos sistemáticos, tales como la volatilidad en los precios del cobre, oro y petróleo, que pueden subir, pero también bajar; y (ii) riesgos asistemáticos, como un ataque terrorista al proyecto que pueda afectar el proyecto sin ningún potencial de mejora[114].

Se puede definir a los riesgos sistemáticos como aquellos riegos que afectan a todas la empresas o inversiones similares en una cierta industria o campo de actividad. Estos son generalmente: los factores industriales, aspectos macroeconómicos

[114] *Tethyan Copper Company Limited v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 346.

independientemente de la característica de cada empresa o inversión (Saunders y Allen, 2002, p. 165). Los riesgos asistemáticos, por otra parte, puede definirse como aquellos factores de riesgo que son específicos de una determinada inversión (Dunn y Harry, 2002, p. 5). Asimismo, los riesgos asistemáticos son también considerado como los eventos negativos que son específicos del activo, como, por ejemplo, la corrupción, conflicto armado, impactos en las relaciones comunitarias y cambios en las regulaciones[115].

Para resumir, la noción de lo que constituye un riesgo sistemático y asistemático puede describirse en el siguiente cuadro, información que fue exhaustivamente analizada en el caso *Tethyan vs. Pakistán*.

Riesgos sistemáticos:	Por ejemplo, las fluctuaciones y volatilidad en los precios de las materias primas (oro, cobre y petróleo), el riesgo de aumento en los precios del petróleo en todo el mundo debido a restricciones de suministro
Riesgo asistemático:	Por ejemplo, el riesgo de un cierre temprano de la mina, retrasos en el inicio de la construcción de una mina y en las operaciones de la mina, el riesgo país, riesgos políticos, violencia política, el riesgo de que un pozo de petróleo se seque.

Extraído del Laudo *Tethyan vs. Pakistán,* párrafos 1424, 1433 y 1480

Dado que el daño al inversionista que desencadena la demanda de arbitraje generalmente ocurre en algún momento después de que se haya realizado la inversión,

[115] *Tethyan Copper Company Limited v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1546.

las situaciones o factores que originan los riesgos sistemáticos y asistemáticos están influenciadas por factores externos que hacen difícil la predicción con certeza de un proyecto minero. Por otro lado, el nivel de producción, el precio y costos de producción a veces dependen del comportamiento del mercado en el momento de proyecto y, por tanto, se debe dejar en claro que los riesgos son solo estimaciones que pueden experimentar cambios y que en algunos casos influenciará en el monto de los daños que estime el tribunal arbitral (Fernández, 2018, p10).

Según *Tethyan (Demandante)*, se tuvo en cuenta los riesgos no sistemáticos, incluido el riesgo país, que afectaron al proyecto debido a su ubicación en Pakistán y, en particular, en Baluchistán[116]. La Demandante observó que, según la Demandada, los riesgos más prominentes asociados con la ubicación del proyecto son la violencia política y los riesgos de seguridad.

La postura del demandado recae en que el demandante tenía pleno conocimiento que planeaba construir una mina en uno de los lugares más peligrosos del mundo, y que la situación de seguridad en Baluchistán ha empeorado de 2006 a 2011; no obstante, a pesar de ello, señala que el demandante no hizo ningún esfuerzo para abordar los riesgos de seguridad que enfrentó el proyecto Reko Diq, y subestimó por completo los costos para asegurar adecuadamente las operaciones de la mina[117].

[116] *Tethyan Copper Company Limited v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1550.
[117] *Ibid*, párrafo 851.

Como se señaló en líneas anteriores, de todos los componentes del riesgo que comprende los riesgos comerciales que son analizados en los laudos arbitrales, es el riesgo financiero uno de los riesgos que implica un desafío por ser examinado por los árbitros en las decisiones arbitrales. En ese sentido, a fin de analizar el riesgo financiero, podemos tomar como punto de referencia el caso *Khan vs. Mongolia*. Este caso aborda una disputa respecto a una licencia minera y una licencia de exploración que permitían la explotación de un material radiactivo en Mongolia. Estas licencias fueron posteriormente suspendidas e invalidadas por supuestas violaciones al Tratado de la Carta de Energía del Estado de 1994.

El Tribunal afirmó que, dado que las condiciones del mercado fueron menos favorables en el año 2009, esto habría afectado la capacidad de un posible comprador para obtener financiación y otros factores importantes relacionados con el valor del activo[118]. Asimismo, el tribunal arbitral, luego de analizar la capacidad de financiamiento de Khan, analiza si un posible comprador también enfrentaría las incertidumbres de intentar fusionar la propiedad principal y la propiedad adicional, y de negociar nuevos acuerdos con los otros propietarios de empresas conjuntas (incertidumbres que hicieron que el modelo DCF no fuera atractivo). Las incertidumbres más relevantes incluyen: (i) cómo se habría financiado el proyecto Dornod, (ii) si Khan habría llevado el proyecto a la etapa de producción[119]. Aunado a ello, el tribunal arbitral sostuvo que debido a que hay factores que sugieren mejores y peores condiciones en el año 2009 para una venta,

[118] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V., CAUC Holding Company Ltd*. vs. Mongolia (PCA Case No 2011-09), Laudo, 2 de marzo de 2015, párrafo 415.
[119] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V., CAUC Holding Company Ltd*. vs. Mongolia (PCA Case No 2011-09), Laudo, 2 de marzo de 2015, párrafo 392.

dichas condiciones económicas empeoraron debido a la crisis financiera internacional del año 2008. De esta manera el riesgo financiero se refleja en este caso.[120]

En atención al párrafo anterior, Mongolia en los años 90 experimentó un alto crecimiento económico y promulgó leyes para atraer inversión extranjera de países ajenos a China y Rusia. Sin embargo, este crecimiento fue afectado por el colapso de la burbuja inmobiliaria alimentada por el auge crediticio.[121] La razón inicial que originó esta crisis fue el deterioro de la calidad de las hipotecas subprime en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos, denominada la crisis como la burbuja hipotecaria (Parodi, 2015, p. 54). En esa misma línea, los demandantes sugieren que los eventos anteriores a julio de 2009, como la crisis financiera mundial, afectaron indebidamente el precio de las acciones de Khan Canadá; no obstante, el tribunal arbitral determinó que el precio de las acciones de los demandantes no tuvo ningún impacto por la crisis antes señalada[122].

En este punto, es importante destacar, según Kantor, que una crisis financiera como la crisis mundial crediticia del año 2008 en el entorno empresarial y económico internacional es conocido en un amplio sector de la doctrina como un cisne negro. Así, «un cisne negro» es entendido como un evento catastrófico que sucede en el futuro y es un evento altamente improbable que genera un impacto significativo en las perspectivas del negocio en marcha cuando ocurren; sin embargo, dado que está fuera de nuestras perspectivas, normalmente los inversionistas no lo incorporan en las

[120] Ibid, párrafo 415.
[121] Ibid, párrafo 51.
[122] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V., CAUC Holding Company Ltd*. vs. Mongolia (PCA Case No 2011-09), Laudo, 2 de marzo de 2015, párrafo 405.

estimaciones de las proyecciones de las actividades comerciales futuras (Kantor, 2008, p.24).

Para dicho autor, la figura del cisne negro en el entorno empresarial alude a los eventos catastróficos futuros; por ejemplo, un colapso macroeconómico en el Estado anfitrión o una crisis financiera mundial, como la señalado en los párrafos anteriores. Estos eventos raros futuros se incorporan a las valuaciones de mercado solo en la medida en que el precio de mercado en la fecha de valuación considere las perspectivas para el evento raro futuro (Kantor, 2008, p.149).

Continuando con el análisis del riesgo financiero en los casos arbitrales, generalmente, los tribunales son reacios en considerar que la atribución del daño, como la pérdida del inversionista, sea a consecuencia de las circunstancias económicas. Tal es el caso de la crisis financiera ocurrida en Argentina, factor que fue discutido en el caso *CMS vs. Argentina*. En este caso, podemos observar que el tribunal arbitral rechazó el argumento de Argentina de que la crisis económica en este país causó la pérdida del inversionista, en lugar de la conducta gubernamental; por tanto, el tribunal arbitral no tomó en consideración el riesgo financiero en la cuantificación de daños[123].

Finalmente, en el laudo sobre daños en el caso *LG&E Energy Group, LG & Capital Corp. y LG& E International Inc.* (en adelante, las demandantes) vs. Argentina*,* el tribunal arbitral determinó que la crisis macroeconómica ocurrida en Argentina no ocasionó la

[123] *CMS Gas Transmission Company vs.* Argentina (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 152.

pérdida del valor de las inversiones de las demandantes[124]. El tribunal arbitral fijó el límite en el periodo de tiempo durante el cual los daños serían otorgados, como se explicará a continuación.

El punto de partida del análisis de este caso radica en los antecedentes históricos que enfrentó Argentina entre los años 80 y los años 90. En ese entonces, Argentina enfrentó una crisis económica caracterizada por disturbios sociales, pobreza, escasez de servicios de salud, etc[125]. Dicha crisis económica se profundizo a finales de los años 2000[126]. Por ello, Argentina adoptó una serie de medidas regulatorias como, por ejemplo, la suspensión de las revisiones tarifarias, la renegociación forzosa de las licencias y la abolición del derecho a calcular tarifas en dólares antes de la pesificación, los cuales violaron las obligaciones impuestas por el tratado suscrito entre las partes[127].

Las demandantes argumentaron que las medidas regulatorias del Gobierno de Argentina destruyeron el 93% del valor de su inversión realizada entre el año 1993 y el año1999 en las empresas de distribución del gas natural, con un monto ascendente a USD 582 millones[128]. Por su parte la demandada, alegó como defensa que las medidas impuestas fueron por un estado de necesidad que duró el período entre el 01 de

[124] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Laudo Final, 25 de julio de 2007, párrafo 47.
[125] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Decisión sobre Responsabilidad, 03 de octubre de 2006, párrafo 34, 35.
[126] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Decisión sobre Responsabilidad, 03 de octubre de 2006, párrafo 63.

[127] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Decisión sobre Responsabilidad, 03 de octubre de 2006, párrafo 68, 215.
[128] Ibid, párrafo 47-48.

diciembre de 2001 y el 26 de abril de 2003[129]. Argentina sostuvo que las medidas eran necesarias para mantener el orden público y proteger sus intereses esenciales de seguridad, a fin de exonerarse de responsabilidad[130]. En opinión del tribunal arbitral, en diciembre del año 2001, se hizo inherente un colapso del Gobierno de Argentina; asimismo concluyó que una profunda crisis económica constituye un interés esencial de seguridad, el riesgo país en ese año aumentó excesivamente ubicándose como el más alto del mundo y los niveles de desempleo aumentaron[131]. En adición, según el tribunal, se demostró la existencia de graves desórdenes públicos, de manera que el Gobierno de Argentina demostró el deseo de frenar la gravedad de la crisis económica[132]. El tribunal arbitral concluyó, mediante una Decisión sobre Responsabilidad con fecha 03 de octubre de 2006, que las medidas adoptadas por Argentina se justificaban en virtud al Estado de Necesidad que inició el 01 de diciembre de 2001 y finalizó el 26 de abril de 2003 y que, durante ese período, Argentina se eximió de responsabilidad, por lo cual las Demandantes deberán soportar las consecuencias de las medidas tomadas por el Estado receptor.

Ahora bien, las demandantes argumentaron que las medidas adoptadas por Argentina eliminaron de manera sustancial el valor de su inversión en sus empresas de distribución del gas[133]. Esto ocasionó la destrucción del 93% del valor de su inversión entre agosto de 2000 y octubre de 2002[134]. Sin embargo, el tribunal concluyó que el valor de la

[129] *LG & E Energy Group., LG &E Capital Corp., LG & E International INC. & Argentina*, (Caso CIADI No. ARB/02/1), Laudo sobre Decisión sobre responsabilidad,3 de octubre de 2006, párrafo 228.
[130] Ibid, párrafo 205
[131] Ibid, párrafo 238
[132] Ibid, párrafo 256
[133] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Laudo Final, 25 de julio de 2007, párrafo 10.
[134] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Laudo Final, 25 de julio de 2007, párrafo 47.

inversión de las demandantes se revalorizó desde la crisis económica y que el efecto de las medidas sobre el valor de las acciones de las Demandantes no había sido permanente[135]. Por lo tanto, no afectó en forma el valor de las acciones de las demandantes.

El tribunal arbitral consideró que los daños se materializaron con la adopción de una de las primeras medidas adoptadas por Argentina: la suspensión de los ajustes por el Índice de Precios al Productor de los Estados Unidos de América (más adelante, PPI) dictada el 18 de agosto de 2000[136]. A diferencia de la postura de Argentina, el tribunal sostuvo que tanto el valor de los activos como los de propiedad de los demandantes se afectaron negativamente por el colapso económico de Argentina[137]. No obstante, el tribunal consideró que la pérdida sufrida por las demandantes se basó en los dividendos que podrían haber ganado de no haber sido por la revocación del régimen tarifaria y que la conducta de la demandada es la causa de dicha pérdida sufrida mas no por las ganancias futuras que esperaba obtener las demandantes en tanto el tribunal las consideró como inciertas y que cualquier intento de calcularlas es especulativo[138]. Además, el tribunal sostuvo que las ganancias esperadas por las demandantes no deberían ser indemnizadas, puesto que las demandantes decidieron mantener sus

[135] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, Laudo sobre Decisión sobre Responsabilidad, 03 de octubre de 2006, párrafo 200.

[136] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, (Caso CIADI No. ARB/02/1), Laudo Final, 25 de julio de 2007, párrafo 47.
[137] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, (Caso CIADI No. ARB/02/1), Laudo Final, 25 de julio de 2007, párrafo 50.
[138] Ibid, párrafo 50.

inversiones sin perjuicio de que el período del Estado de Necesidad antes señalado habría finalizado[139][140].

Vale la pena realizar una distinción entre el caso *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina* y el *caso Gas Transmission Company (en adelante, CMS) vs. Argentina* en tanto que en ambos casos existieron un Estado de Necesidad por un tiempo limitado de tiempo, y las defensas alegadas por el Estado demandado se basaron en sostener justamente dicho Estado de Necesidad.

En el caso *CMS Gas Transmission Company (más adelante, CMS) vs. Argentina*, la demandante sostuvo que las medidas adoptadas por el Gobierno argentino durante el período desde el año 200 hasta el año 2002 violaron diferentes estándares de protección al inversionista, resultando en una expropiación indirecta, y por violación al trato justo y equitativo. Si bien el tribunal arbitral concluyó que la determinación para evaluar si las medidas adoptadas constituyeron una expropiación indirecta —reconociendo que dichas medidas han tenido un efecto importante en el negocio del demandante—, fue justamente el estándar de evaluación de privación sustancial que el tribunal adoptó según la postura de la parte demandada. Con ello, concluyó que en el presente caso no se refleja dicho estándar en tanto el inversionista tenía el control de la inversión y de la propiedad[141].

[139] Ibid, párrafo 96.
[140] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, May 12, 2005, párrafo 262-263
[141] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005, 2005, párrafo 263.

Tanto en el caso *LG & E vs. Argentina,* así como en el caso *CMS vs. Argentina*, el tribunal arbitral desestimó las reclamaciones por expropiación; no obstante, en ambos casos el Estado demandado alegó como defensa para la adopción de sus medidas el Estado de Necesidad en que estaba el país sumergido. En líneas anteriores, explicamos en el primer caso el Estado de Necesidad; de la misma forma, examinaremos brevemente la existencia del Estado de Necesidad surgida a raíz de la crisis económica (riesgo financiero) en Argentina en el caso *CMS vs. Argentina*.

El Gobierno de Argentina en el caso *CMS vs. Argentina* concluyó que no existía un Estado de Necesidad dado que no se cumplió con los requisitos de necesidad del Derecho Internacional como el límite del párrafo 1 del artículo 25 de los Artículos sobre Responsabilidad del Estado, el cual señala que el Estado no debe haber contribuido a la crisis de forma sustancial[142]. Dicho argumento fue ratificado en la Decisión del Comité *Ad Hoc* sobre la Solicitud de Anulación de Argentina, en tanto el Comité de Anulación hizo énfasis que no se habían cumplido los requisitos de necesidad conforme al derecho internacional consuetudinario y el artículo XI del TBI[143].

En ese sentido, el tribunal arbitral determinó que Argentina efectivamente contribuyó con la crisis económica, en tanto las raíces de dicha crisis se originaron desde los años 1980 y a partir de la evolución de las políticas gubernamentales de los años 1990, las cuales alcanzaron un pico el año 2000. El tribunal observó que las políticas

[142] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 331.
[143] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina*, (Decisión del Comité AD HOC sobre la solicitud de Anulación de la República de Argentina), 25 de septiembre de 2007, párrafo 137.

gubernamentales contribuyeron significativamente a la emergencia, por lo que no exime a la demandada de la ilicitud de sus actos, y no se constituyó un Estado de Necesidad[144].

Siguiendo con el análisis del caso *CMS vs. Argentina*, podemos observar que el tribunal arbitral, pese a que consideró que la crisis no fue catastrófica, tampoco se puede sostener que las empresas continuaron sus operaciones sin ningún impacto. Por lo tanto, el tribunal arbitral determinó que la crisis tuvo consecuencias que deberían examinarse en la cuantía de la indemnización[145].

Un punto de análisis cuando se examina la excepción del Estado de Necesidad es su posible impacto en las indemnizaciones solicitadas por los demandantes. En ese sentido, el tribunal arbitral deslizó la siguiente pregunta: ¿Existen circunstancias en las que un inversionista tendría derecho a una compensación a pesar de la excepción del Estado de Necesidad?[146] Un argumento que podría señalarse en alusión a lo que señaló el tribunal arbitral es que un inversionista tendría el derecho a la compensación tan pronto se supere la crisis, pues la suspensión del derecho a compensación es estrictamente temporal y este derecho no se extingue por la crisis económica[147].

Este fallo, además, presentó un interesante análisis, ya que explica el carácter transitorio del Estado de Necesidad y sus efectos en la indemnización. El Comité Ad Hoc de Anulación, sostuvo que, aunque se aceptara la invocación del Estado de Necesidad, el Estado anfitrión tenía el deber de cumplir la obligación de compensar que se reanuda

[144] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina,* (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 329.
[145] *Ibid*, párrafo 344.
[146] Ibid, párrafo 391.
[147] Ibid, párrafo 392.

tan pronto como la circunstancia que excluye la ilicitud hubiese dejado de existir[148]. Pese a ello, el tribunal concluyó que, dado que el Estado de Necesidad tiene un carácter transitorio, dicha característica impacta en la suspensión del derecho a una indemnización, y este derecho no se extingue por una crisis económica[149]. En otras palabras, consideró que, durante el tiempo que dura un Estado de Necesidad y posteriormente a este, debería el tribunal arbitral considerar y compensar los daños generados a los demandantes.

Siguiendo este razonamiento, es preciso recalcar que Argentina interpuso un recurso de anulación contra el laudo arbitral, en tanto el tribunal arbitral rechazó la defensa alegada por Argentina basada en el Estado de Necesidad por la causal de extralimitación de facultades. Básicamente, el tribunal arbitral indicó que la parte demandada no había cumplido las condiciones reguladas en el artículo 27 de los Artículos sobre Responsabilidad del Estado de la CDI y las condiciones bajo las cuales la indemnización podría deberse incluso si la necesidad es establecida[150]. Dicha alegación de Argentina fue desestimada por el Comité de Anulación y reafirmó la postura del tribunal arbitral al sostener que, en el presente caso, no existía un estado de necesidad. Por lo tanto, Argentina fue responsable de las medidas ilícitas que implementó, según lo previsto en el Artículo 1 de los Artículos de la CDI; por eso, no se habría extralimitado manifiestamente en sus facultades el tribunal arbitral[151].

[148] *CMS Gas Transmission Company vs Argentina*, (Decisión del Comité Ad Hoc sobre la solicitud de Anulación de la República de Argentina), 25 de septiembre de 2007, párrafo 137.
[149] *Ibid*, párrafo 137
[150] *Ibid*, párrafo 144
[151] *Ibid*, párrafo 149.

En efecto, el anterior es uno de los principales argumentos de los Estados para señalar que se exonere de responsabilidad por la comisión de un acto ilícito. No obstante, es posible sostener que la crisis económica que genera un Estado de Necesidad, en casos como *LG&E vs. Argentina* y *CMS vs. Argentina*, el tribunal arbitral ha tomado en consideración que el riesgo financiero no es un factor que exonere ni reduzca la responsabilidad internacional del Estado. Como consecuencia, no será un factor relevante para la cuantificación de los daños.

En atención a los casos expuestos, es posible afirmar que generalmente los participantes de un proyecto minero ignoran la posibilidad de una crisis macroeconómica, evento catastrófico muy improbable al momento que se efectúa la inversión de dicho proyecto. Por ello, el valor justo de mercado de la inversión no reflejaría las expectativas de pérdidas y ganancias en el momento que surge la crisis financiera. El gran reto es que el tribunal arbitral decida si determina que el cisne negro (riesgo financiero) sea tomado en cuenta en el momento de la valoración de los daños

Considerando que un ejemplo de los riesgos comerciales es el riesgo financiero que enfrenta el sector minero, en este Capítulo también se analizará los principales alcances de lo que se denomina a los riesgos políticos y regulatorios que forman parte también de los riesgos comerciales.

En este contexto, si bien los riesgos asociados con un proyecto de inversión minera extranjera pueden ser diversos como los antes descritos, no todos tienen el mismo impacto, lo que generará disputas que se remitan a un arbitraje internacional. Siguiendo a autores como Fry y Bret, se puede afirmar que, en las primeras etapas de un proyecto

minero, los riesgos geológicos o de exploración son particularmente graves, ya que los recursos minerales previstos pueden no cumplir con las expectativas o no ser económicamente explotables (Fry y Bret, 2019, p.10). Asimismo, señalan que, si bien el riesgo de exploración constituye el mayor riesgo que afrontan las empresas de exploración minera, no constituye un área que dé motivos al surgimiento de disputas entre los inversionistas extranjeros y el estado receptor de la inversión (Fry y Bret, 2019, p.10). Por el contrario, los riesgos políticos, regulatorios y sociales se reflejan en las disputas mineras por la viabilidad y rentabilidad del proyecto minero en específico (Fry y Bret, 2019, p.11).

El riesgo de exploración se puede reflejar en tanto, como nos señala Juan Herrera, la exploración minera es una actividad económica en sí misma, cuyo objetivo es encontrar un yacimiento que compense las fuertes cantidades de inversión y el alto riesgo que es necesario asumir (Herrera, 2017, p.5). Los riesgos de exploración son muy graves debido a que es dentro la etapa de exploración minera que los inversionistas tratan de estimar el nivel de reserva del mineral y, de esa manera calculan, su proyección histórica en el futuro. Sin embargo, los inversionistas corren el riesgo de que, en el momento de realizar la exploración minera, no encuentren efectivamente el nivel de mineral o la reserva mineral.

Como bien hemos explicado en el primer capítulo —las etapas del proyecto minero—, es preciso enfatizar que los proyectos mineros suelen requerir la cooperación inicial del Estado, ya que los derechos mineros suelen ser otorgados por el Estado mediante una licencia o permiso que le permite ejercer control sobre los recursos minerales en su territorio. En consecuencia, el panorama político del país anfitrión afectará la capacidad

de la empresa minera para obtener la viabilidad y rentabilidad del proyecto (Fry y Bret, p.3).

Respecto a los riesgos regulatorios, algunos autores como Fry y Bret señalan que estos riesgos están relacionados con la volatilidad de los precios de los metales y minerales (Fry y Bret, p.3). En ese sentido, abogan en señalar que los cambios significativos en los precios pueden incentivar a los Estados a actuar de manera oportunista para renegociar los contratos mineros o cambios en los términos regulatorios y fiscales (Abdala y López, 2019, p. 147).

Frente a estos escenarios ante la inevitable existencia de riesgos regulatorios al momento que los inversionistas realizan sus inversiones, los Estados deben ser conscientes de que no se afecte la viabilidad a largo plazo de los proyectos mineros (Fry y Bret, 2019, p. 5). Debido a lo expuesto, las empresas mineras buscan garantizar la estabilidad de los regímenes legales y fiscales durante la vida útil de la mina a través de la adopción de *estrategias de estabilización* como una forma disuasoria ante las acciones gubernamentales adversas de los Estados anfitriones.

En atención a lo antes señalado, si bien estas cláusulas de estabilización buscan impedir que el Estado cambie las leyes pertinentes durante un periodo de tiempo, esta forma es menos común en la actualidad, ya que se considera excesivamente restrictiva y difícil de aplicar en la práctica (Fry y Bret, 2018, p. 8).

De acuerdo con lo antes señalado, siguiendo la postura de Searby, los demandantes no están protegidos a la exposición a los riesgos comerciales por la adopción de acuerdos

internacionales de inversión. Por lo tanto, dicho autor afirma que se presume que un inversionista que ingresa a un país extranjero sabe, en la fecha de la inversión, que el país extranjero es un lugar más riesgoso para hacer negocios. Dichos países extranjeros son generalmente países con economías emergentes, como lo hemos visto de los casos analizados (Searby, 2018, p.269). Por ejemplo, el tribunal arbitral en el caso *CMS vs. Argentina*, señaló explícitamente que los acuerdos internacionales de inversión no ofrecen una protección total contra las acciones gubernamentales que afectan el valor de la inversión, bajo lo siguiente:

> 248.The crisis had in itself a severe impact on the Claimant´s business, but this impact must to some extent be attributed to the business risk the Claimant took on when investing in Argentina, this being particularly the case as it related to decrease in demands[152].

En ese sentido, se debe presumir que los inversionistas extranjeros son conscientes del riesgo de las acciones gubernamentales adversas de los Estados anfitriones a la fecha de su inversión.

2.2.3 Riesgo país

El riesgo país es el riesgo no diversificable de invertir en un país determinado (Searby. 2018, p. 231). En efecto, también se conoce al riesgo país como el reflejo de los efectos potencialmente adversos de los riesgos políticos, económicos y financieros (Duarte, 2021, 290). Si bien no existe un criterio uniforme de lo que contribuye al riesgo país,

[152] *CMS Gas Transmission Company vs. Argentina*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Laudo final, 12 de mayo de 2005, párrafo 248.

cómo medirlo o cómo incorporarlo en una valoración, veremos cómo en la casuística arbitral juega un rol fundamental en la compensación por daños en los arbitrajes internacionales (Searby, 2018, p.231).

Ahora bien, sin afán de adherirnos a un concepto universal del riesgo país, podemos citar la definición establecida relacionada a la relevancia del riesgo país del Estado receptor de la inversión por el profesor Aswath Damodaran, en los siguientes términos (Damodaran, 2003, p.1, p. 19):

> There are two ways of incorporating country risk; we can either adjust the cash flows or change the discount rate and we will consider both approaches. The second and equally important issue is how to assess a company´s exposure to country risk and we will emphasize two points. The first is that not all companies in an emerging market are equally exposed to country risk and that we need to differentiate between firms. The second is that a company´s exposure to country risk comes not from where it incorporates and trades but from where it does its business.

El citado texto nos explica la postura de que el riesgo país debe estar incluido en la valoración de los daños; sin embargo, nos señala que la exposición de una empresa al riesgo país no proviene del lugar donde se constituye y comercializa, sino del lugar donde realiza sus negocios. El artículo académico antes señalado fue citado tanto por la parte demandante como por la parte demandada en el caso *Quirobax vs. Bolivia.* En esta, la parte demandante siguió la postura del profesor Damodarán y señaló que la

exposición de una empresa al riesgo país no proviene del lugar donde se constituye y comercializa, sino del lugar también donde realiza sus negocios[153].

La parte demandante en el caso *Quirobax vs. Bolivia* midió el riesgo país y sostuvo que ninguno de los productos generados por las concesiones mineras —como, por ejemplo, los productos derivados de la extracción del mineral ulexita como el ácido bórico— fueron vendidos en el mercado boliviano[154]. Por ese motivo el riesgo político boliviano tuvo un impacto menor en los ingresos generados por las concesiones mineras y el riesgo país debería evaluarse tomando en consideración los mercados clave en los que se vendería el mineral ulexita: Brasil, Estados Unidos, China e India[155]. Por tal motivo, el experto económico de la demandante, Navigant, formuló una prima de riesgo país para el año 2013 (año que fue analizado como fecha del laudo en la sección de cuantificación al momento de cuantificar los flujos de efectivo pasado) de un 2,67%. Esto refleja que los inversionistas extranjeros suelen alegar una prima de riesgo país baja a fin de que no se disminuya el monto de daños que solicitan ante los tribunales arbitrales internacionales[156].

Por otro lado, la parte demandada midió el riesgo país y también se apoyó en el artículo académico del profesor Damodaran. No obstante, enfatizó que, aun si la empresa del inversionista no obtuviese ingresos en el estado receptor de la inversión, sus instalaciones de producción están en ese país[157]. La parte demandada sostuvo que la

[153] *Quirobax S.A. and Non-Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), Laudo final, 16 de septiembre de 2015, párrafo 483
[154] Ibid, párrafo 480.
[155] *Quirobax S.A. and Non-Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), Laudo final, 16 de septiembre de 2015, párrafo 489.
[156] Ibid, párrafo 480.
[157] Ibid, párrafo 485.

agitación política y social suscitada a inicios del año 2003 pudo afectar las ganancias de las empresas, y que la situación se complica para aquellas empresas —por ejemplo, del sector minero— que no pueden trasladar sus instalaciones de producción, pues sus minas no son transportables, por lo cual enfrentan un nivel mayor de exposición al riesgo país[158]. La parte demandada finalmente valoró la prima del riesgo país en un 9,75%. Esto refleja que los Estados demandados suelen abogar por primas de riesgo país más altas para que el monto de cuantificación por daños disminuya.

El tribunal arbitral, de acuerdo con la postura de la parte demandada, sostuvo que, a pesar de que los productos del mineral ulexita no hubiesen sido vendidos en el mercado boliviano, las operaciones mineras de Quirobax están ubicadas dentro de Bolivia y que no pueden deslocalizarse. Por eso, está sujeta al riesgo país de Bolivia, y recurrió a la prima de riesgo país señalada por la demandada[159].

A la postura antes expuesta por Aswath Damodaran, podemos agregar que no necesariamente se deberá analizar la exposición de la empresa del riesgo país según donde realice operaciones la empresa. También, el factor de la ubicación del país será relevante, como en los casos que se mida el riesgo que enfrenta un inversionista de invertir en un país determinado, lo cual deberá analizarse por la ubicación precisamente del activo minero. Más aún, en ciertos países donde el mercado aún es emergente, se evaluará factores como las acciones gubernamentales y políticas macroeconómicas que podrían perturbar la estabilidad del entorno empresarial, lo cual aumenta los riesgos de hacer negocios (Abdala y López, 2019, p.207).

[158] *Quirobax S.A. and Non-Metallic Minerals S.A. vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), Laudo final, 16 de septiembre de 2015, párrafo 485
[159] Ibid, párrafo 487.

En esa línea, de acuerdo con la postura de los autores Searby y Dorobantu Florin, una aproximación a la definición de este tipo de riesgo nos lleva a entender que, dado que algunos riesgos surgen por el país en que se encuentra la inversión, el riesgo generado por factores específicos de un país se denominará riesgo país. Teniendo en consideración la postura de dichos autores, el riesgo país incluye los riesgos políticos (que surgen, por ejemplo, de la perspectiva de acciones estatales como expropiaciones, cambios fiscales o el riesgo de violencia política como guerras civiles). Aunado a ello, el riesgo país comprende varias subpartidas como el riesgo político y el riesgo de expropiación (García, 2017, p. 103). Ahora bien, siguiendo a la profesora Irmgard Marboe, la situación económica general de un país ciertamente tiene una influencia importante en el valor de una inversión (Marboe, 2018, p. 56).

Bajo este orden de ideas, como bien señala Searby, el riesgo país incluye cualquier factor que pueda diferenciar los riesgos de invertir en un país de los de invertir en otro, en igualdad de condiciones; para ello, considera pertinente agrupar el riesgo en tres subcategorías: i) político, ii) macroeconómico y iii) estructural (Searby, 2018, p. 243). En esta línea, corresponde analizar las subcategorías que comprende el riesgo país a fin de analizar si se deberá incluir o excluir el riesgo país del monto de compensación del análisis de los tribunales arbitrales (Searby, 2018, p.244).

Resulta necesario partir de la premisa de que los acuerdos internacionales de inversión tienen como objetivo fundamental reducir el riesgo país —y, en particular, el riesgo político— para fomentar la inversión extranjera directa. (Dorobantu, Maniatis y Dupont, 2016, p. 221). Los riesgos políticos son aquellos asociados con las políticas

gubernamentales que pueden cambiar las condiciones del mercado. (Searby, 2018, p.244). Por otro lado, los riesgos macroeconómicos incluyen la inflación y los riesgos estructurales, factores como la concentración de la producción en una gama limitada de industrias (Searby, 2018, p. 245).

Autores como Searby y García sostienen que el derecho internacional de inversiones ni el tratado bilateral de inversiones son un instrumento para brindar protección a los demandantes de los riesgos ordinarios de hacer negocios (Searby, 2018, p. 257) (García, 2017, p. 113). Así García y Dorobantu enfatizan que los acuerdos internacionales de inversión solo serán un mecanismo que permita a los inversores presentar reclamaciones contra ciertas conductas atribuibles al Estado anfitrión, como aquellos actos que violan las obligaciones del Estado hacia los inversionistas extranjeros en virtud de sus acuerdos internacionales (Dorobantu, 2016, p. 221) (García, 2017, p. 114). Dicha postura doctrinaria ha sido adoptada en el caso *Tidewater vs. Venezuela*, donde el tribunal sostuvo que el tratado bilateral de inversiones pretende alentar la inversión entre los Estados contratantes, pero que, sin embargo, no constituye una póliza de seguros en contra de todos los riesgos políticos o de otra naturaleza asociados a dicha inversión[160].

Los inversionistas que busquen alternativas para asegurar su inversión extranjera pueden recurrir a seguros contra los riesgos políticos (García, 2017, p.102). Uno de los principales programas de seguro son los programas de garantía multilateral, como la Agencia Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA) que ofrece a los inversionistas

[160] *Tidewater Investment SRL y Tidewater Caribe C.A. vs. Venezuela*, Caso CIADI No. ARB/10/5, Laudo final, 13 de marzo de 2015, párrafo 184

de los Estados miembros del Banco Mundial seguros para proteger las inversiones realizadas en los Estados miembros en desarrollo (Shihata, 1986, p. 11-17). Asimismo, las compañías de seguro privado venden productos de seguro a cualquier que busque protección contra dichos riesgos políticos, como también los inversionistas podrían adquirir seguros por parte del gobierno como se pudo reflejar en el caso *Tethyan vs. Pakistán* (Gordon, 2008, p. 103).

Si bien el inversionista extranjero podría buscar otro tipo de seguridades como a través del MIGA, sostenemos con claridad tal como lo señala Hazjler de que si bien el MIGA ofrece incentivos de financiamiento y seguros a los inversionistas; no obstante, requiere que los Estados miembros contribuyan con una cuota de membresía en caso de que surja un conflicto entre el Estado y el inversionista extranjero, MIGA puede reclamar contra cualquier compensación o seguro otorgado al inversionista (Hajzler, 2012, p. 14). En ese sentido, si bien organizaciones como OPIC y MIGA fomentan la inversión extranjera directa en los países en desarrollo, ello está sujeto a que se cumpla con el requisito del pago de la membresía, siendo que cuando la expropiación se determina sobre la base del valor de los activos expropiados, es poco probable que la membresía influya porque las sanciones directas que MIGA puede imponer a los países son mucho menores que los activos que se pueden obtener (Hajzler, 2012, p. 15).

Respecto al párrafo anterior, un ejemplo que brinda Hajzler es el caso de las reclamaciones den el caso Occidental Petroleum en Ecuador en el año 2006 que superó los mil millones de dólares en comparación con las tarifas de suscripción del MIGA de menos de tres millones de dólares (Hajzler, 2012, p. 15). Aunado a ello, la membresía en tratados multilaterales de inversión como MIGA y el CIADI probablemente juegan un

papel menor en la reducción de los incentivos a una expropiación, es por ello que los inversionistas extranjeros ante la existencia de una expropiación que haya violado sus derechos como inversionista tienen la preferencia de presentar sus reclamaciones ante el CIADI en el contexto de un arbitraje internacional inversionista-Estado en lugar de invocar protección al MIGA (Hajzler, 2015, 21).

Si bien la parte demandada en el caso *Tethyan vs. Paistán*, señaló que el seguro proporcionado por la Corporación de Inversión Privada en el extranjero (más adelante, seguro OPIC), cuyas siglas en inglés significa The Overseas Private Investment Corporation, no es aplicable en el presente caso por las siguientes razones: (i) Sólo está disponible para empresas estadounidenses, (ii) asegura sólo hasta el 90% de la inversión con un límite de tiempo de 20 años, (iii) la cobertura del riesgo político de la OPIC no refleja todo el riesgo país y presentan varias limitaciones como resultado de que no mide el alcance total y el rango de riesgo que enfrentan los inversionistas privados[161]. No obstante, el tribunal arbitral observó que el seguro OPIC es específicamente para proyectos de recursos naturales y ofrece un seguro contra el incumplimiento por parte del gobierno anfitrión de los derechos de exploración y desarrollo de minerales para el éxito de un proyecto y que asimismo ofrece un seguro contra la violencia política[162].

Si bien en este caso la demandante no adquirió el seguro OPIC sostuvo que en base a este seguro se podría estimar correctamente la probabilidad subyacente de que ocurra

[161] *Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1, Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 942.
[162] *Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1, Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 954.

violencia política, independientemente si la demandante habría podido comprar o no el seguro, por el cual el demandante incluyó una probabilidad anual del 0,5% de cierre prematuro permanente de la mina de Reko Diq debido a actos de violencia política extrema por los riesgos políticos lo cual según el profesor Davis, experto cuántico de la demandante debería reducir el valor de la inversión por USD 1.4 mil millones cifra que tuvo como base en los precios de mercado del seguro de violencia política proporcionado por la OPIC[163]. En este punto, el tribunal arbitral estuvo de acuerdo parcialmente con la parte demandada en tanto efectivamente el demandante había planeado construir una mina en un lugar peligroso y que por su ubicación geográfica de Baluchistán entre Afganistán e Irán, se contaba con la presencia de talibanes y otros grupos militares que han estado vinculados a un número elevado de ataques violentos por tanto el proyecto minero ubicado en Baluchistán enfrentaría diversos riesgos políticos, no obstante, según opinión del tribunal consideró que el nivel del riesgo que afectaba al proyecto no eran tan alto y así determinó que aún con los riesgos hubiera sido viable económicamente el proyecto[164].

Otro aspecto en relación al caso *Tethyan vs. Pakistán*, es que el tribunal arbitral en su decisión sobre Jurisdicción y Responsabilidad consideró que no todos los riesgos pueden evaluarse y cuantificarse por completo en una etapa tan temprana del proyecto y que de acuerdo a la postura del demandante, la suposición más razonable era que de acuerdo a la probabilidad del cierre prematuro anual de la mina de un 0,5% reduciría el

[163] *Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1, Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 846
[164] Ibid, párrafo 821.

valor del proyecto en un monto ascendente a USD 711, 5 millones del valor de la inversión del demandante[165].

Un aspecto que cabe enfatizar es que la disponibilidad de los seguros dependerá finalmente de la situación económica del inversionista, del estado anfitrión y de los términos de la póliza, siendo una de las razones por la que los inversionistas no compran seguros el alto costo, los bajos montos de cobertura para la industria relevante y cuando las cláusulas del seguro no cubren todos los riesgos relevantes como por ejemplo terrorismo (Gordon, 2008, p. 95).

Respecto a los riesgos políticos, estos son aquellos asociados con las políticas gubernamentales de un Estado (Searby, 2018, p. 220). Siguiendo a Searby, los gobiernos pueden aprobar leyes que influyen en la regulación empresarial, las condiciones del mercado laboral, los impuestos o las barreras comerciales. Así, a medida que, por ejemplo, aumente el riesgo de que se modifique el ordenamiento jurídico de un país, aumenta el grado de riesgo político. En este contexto, cobra importancia el estudio de los riesgos políticos, porque por lo general un proyecto minero sólo será económicamente viable a largo plazo si el ordenamiento legal y fiscal del proyecto no es alterado por una interferencia estatal no planificado (Fry y Bret, 2019, p.7).

El riesgo político es el componente particularmente más importante del riesgo país (White y Fan, 2006, p. 147). A la definición antes expuesta por White y Fan, podemos

[165] *Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1, Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 957.

agregar también que el riesgo político se define también como los cambios inesperados en los flujos de efectivo futuros debido a acontecimientos políticos en el país anfitrión; por tanto, el riesgo político puede conducir a aumentos o disminuciones inesperados en los flujos de efectivo futuros (Feils y Sabac, 2000, p. 130).

Es relevante señalar los componentes del riesgo político que son analizados frecuentemente en los laudos arbitrales: la inestabilidad política, la guerra, cambio de régimen, disturbios sociales, huelgas, pérdida de legitimidad por parte del gobierno, cambio imprevisto en el entorno político del país anfitrión, un cambio de política o aumento de la turbulencia política (White y Fan, 2006, p. 157).

Los cambios en la regulación legal o fiscal de un estado anfitrión, debido a los riesgos políticos, generalmente ocurren por los esfuerzos de los estados anfitriones de aumentar su control sobre los recursos naturales ubicados en el Estado receptor de la inversión (Fry y Bret, p.3). Esto implica graves consecuencias para los inversionistas, como la no renovación de las licencias mineras, la suspensión de las licencias mineras, expropiaciones indirectas, expropiaciones ilícitas o renegociación forzada de contratos, lo cual ha llevado a los inversionistas a presentar reclamaciones por el pago de una compensación por los daños sufridos por el Estado (Fry y Bret, 2019, p.5).

Autores como Luttrell y Murphy señalan que el mayor riesgo político es que el Estado anfitrión destruya el proyecto minero o lo haga económicamente inviable cambiando las leyes y regulaciones que le son aplicables, como, por ejemplo, aumentos en los impuestos y cambios drásticos en las regulaciones ambientales (Luttrell y Murphy, 2019, p. 14).

La pregunta relevante es: ¿Hasta qué punto debería influir el riesgo país en el cálculo de la compensación o los daños en el arbitraje de inversiones cuando está en juego el comportamiento de las autoridades gubernamentales de los mismos países? ¿Debería utilizarse el riesgo país para reducir el daño que el mismo país tiene que pagar a un reclamante exitoso? (Marboe, 2018, p.56). Al respecto, los tribunales han estado divididos sobre si el riesgo de que el Estado puede violar sus obligaciones en virtud de los tratados debería reducir la indemnización por daños. Dicho debate aún continúa conforme la casuística arbitral, concretamente en los casos *Tidewater vs. Venezuela* y Flughafen, casos que se analizarán en las próximas líneas.

Además de las interrogantes señaladas, después de haber cubierto el concepto del riesgo país, es importante también analizar en qué medida el riesgo de una futura conducta ilegal del Estado (por ejemplo, una expropiación ilegal) deba reducir el monto por compensación del inversor. Esto es de especial atención si los mercados anticipan que el inversionista no será compensado adecuadamente. En tal sentido, el tribunal del CIADI ha manifestado tres distintas posiciones:

Primero, en el caso *Tidewater vs. Venezuela*, el tribunal declaró que el riesgo de expropiación debe incluirse en el valor de un activo sujeto a un reclamo de expropiación:

> . . .
>
> No se trata de una cuestión de permitir que un Estado demandado se aproveche de su propio acto ilícito. Por el contrario, los daños que el Tribunal tiene la facultad de otorgar en virtud del tratado están diseñados para garantizar que el inversionista privado sea compensado por la pérdida de su inversión. Al

momento de determinar el monto por compensación, uno de los elementos que un comprador tendría en cuenta es el riesgo asociado a la inversión en un país en particular. La prima de riesgo país cuantifica los riesgos generales, incluidos los riesgos políticos de hacer negocios en el país en cuestión, tal como se aplicaban en dicha fecha y tal como podría razonablemente haberse esperado que afectaran las perspectivas y, por ende, el valor que ha de asignarse al flujo de fondos probable del negocio en curso[166].

Segundo, en el caso *Venezuela Holdings y otros vs. Venezuela*, el tribunal adoptó que el riesgo de expropiación sigue siendo parte del riesgo país y que debe tenerse en cuenta en la cuantificación de los daños, conforme a los términos siguientes:

. . .

El Tribunal considera que, es precisamente en el momento anterior a una expropiación (o al conocimiento público de una expropiación inminente) que existiría el riesgo de una posible expropiación, y este hipotético comprador lo tendría en cuenta a la hora de determinar la cantidad que estaría dispuesto a pagar en ese momento. *El Tribunal considera que el riesgo de confiscación sigue siendo parte del riesgo país y debe tenerse en cuenta en la determinación de la tasa de descuento*[167].

. . .

[166] *Tidewater vs. Venezuela*, Caso CIADI N° ARB/10/5, Laudo, 13 de marzo de 2015, párrafo 186.
[167] *Venezuela Holdings y otros vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/07/27), Laudo, 9 de octubre de 2014, párrafo 365.

Tercero, el Tribunal en el caso *Flughafen y otros vs. Venezuela* adoptó una posición intermedia, afirmando que cualquier aumento posterior en el riesgo país debido a actos ilícitos del Estado no debería afectar la cantidad de daños, conforme el razonamiento del tribunal:

> . . .
>
> El Tribunal coincide con esta evaluación del [perito de la Demandante]. Un Gobierno que, mediante la adopción de nuevas actitudes políticas, adoptadas después de materializada la inversión, que incrementa el riesgo país, no puede beneficiarse de un hecho ilícito que le es imputable, que reduce la indemnización a pagar[168].
>
> . . .

De estas tres decisiones arbitrales respecto al riesgo país, se puede concluir que el valor de mercado de un activo puede ser reducido por el riesgo de actos estatales ilícitos. Además, dependiendo del método utilizado, el descuento por riesgo país puede reflejar el riesgo de un comportamiento del Estado que viole sus obligaciones en virtud de tratados de inversión. Además, dependerá de cada caso si el riesgo país afectará la cantidad de daños que otorgue el tribunal arbitral dado que la posición no es unánime ni en la doctrina ni en la práctica arbitral internacional. En este respecto, Tiago Duarte Silva, ha analizado si el riesgo país debería o no afectar la evaluación de daños; dicho autor señala que el riesgo país actualmente encuentra desafíos teóricos, dado que el riesgo país varía de un país a otro (Duarte Silva, 2021, p. 299). No obstante, en la mayoría de las circunstancias, un mayor riesgo país disminuye el valor del activo y, por

[168] *Flughafen Zurich AG y Gestión e Ingeniería IDC SA. vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/10/19), Laudo, 18 de noviembre de 2014, párrafo 904.

lo tanto, reduce los daños: esto produce la posibilidad de generar incentivos perversos para el Estado, dado que el gobierno podría llevar a cabo acciones que aumenten el riesgo país, en cuyo caso el valor del activo ya habría disminuido antes del daño por la conducta ilegal del Estado (Duarte Silva, 2021, p. 298).

La postura de Duarte Silva es seguida también por Dorobantu, al considerar que el hecho de que el riesgo de una conducta ilegal del Estado —como, por ejemplo, una expropiación ilegal—, disminuya el valor de la inversión y, por ende, reduzca la indemnización por el riesgo de expropiación crea una ganancia inesperada para el Estado. Lo anterior ocurre en la medida que un Estado emprenda acciones que se consideran contrarias a sus obligaciones internacionales y, por tanto, aumenta el nivel de riesgo político (Dorobantu, 2016, p. 226). Esto resulta crucial desde nuestro punto de vista. Este autor sigue la postura de Lauk (Lauk, 2024, p. 146), quien asevera que incluir el riesgo país en la cuantificación de daños puede contribuir a crear un entorno de inversión más predecible y estable, lo que fomenta futuras inversiones en el país. Además, menciona, evita disputas sobre la cantidad de compensación, de manera que se obtenga compensaciones justas y razonables.

Con relación a nuestra posición, una postura similar fue adoptada en el caso *Tradex S.A. vs. Albania*, donde el Tribunal de Arbitraje de Inversión sostuvo que la expropiación indirecta no brinda protección contra los riesgos que afrontan las inversiones[169]. En atención a ello, doctrinarios como Dolzer y Velásquez señalan que los inversionistas

[169] *Tradex Hellax S.A. vs. Albania* (ICSID Case No ARB/94/2), Laudo del 29 de abril de 1999, párrafos 130-131.

asumen los riesgos propios de la situación fáctica y normativa que presenta el Estado de acogida (Velásquez, 2013, p. 246).

En atención a lo que nos señala Velásquez —que un inversionista prudente debería asumir los riesgos al momento de invertir—, dicha premisa fue analizada en el caso *CMS* vs. *Argentina*. En este caso, el tribunal señaló que la crisis financiera tuvo un impacto severo en el negocio de la demandante, pero este impacto debió atribuirse en cierta medida al riesgo comercial que asumió la demandante al invertir en Argentina.[170] En ese sentido, con la citación de dicha jurisprudencia podría presumirse que los inversionistas extranjeros son conscientes del riesgo de las acciones gubernamentales adversas a la fecha de su inversión, ante el riesgo de una expropiación. Por ende, los riesgos comerciales que están incluidos en el riesgo país no deben tomarse en consideración al momento de la valuación de los daños; además un factor que juega un rol importante es que un inversionista prudente tendría que haber considerado en qué país considera llevar a cabo su inversión.

Postura similar es adoptada por la profesora Marboe que señala que, de acuerdo con el derecho internacional público, ante la amenaza de un riesgo de expropiación en países políticamente inestables, los efectos de este riesgo deben ser excluidos en el cálculo del valor de la inversión expropiada a efectos de calcular el monto de la compensación (Marboe, 2009, p. 267).

[170] *CMS Gas Transmission Company V. Argentina*, caso CIADI N° ARB 01/08, Laudo, 12 de mayo de 2005, párrafo 248.

Con el propósito del desarrollo de nuestra postura, es importante distinguir dos situaciones en concreto; al ahondar en el estudio de estas, se advierte que el tribunal arbitral no incorporó en la estimación de los daños el factor del riesgo país. Una de las situaciones es que los inversionistas realizaron sus inversiones en un país donde el riesgo país era alto; la otra es la situación en que, al momento de invertir, el riesgo país era casi inexistente, pero se modificó al darse un cambio radical en la política o un golpe al Gobierno actual.

En el caso *Tethyan Copper Company PTY Limited* (en adelante, Tethyan*) vs Pakistan*, los demandantes realizaron una inversión a fin de dar marcha su proyecto de inversión minera en Baluchistán, ubicado en el país de Pakistán. Este, por su ubicación, enfrentaba riesgos como la violencia política y los riesgos de seguridad; es decir, su nivel de riesgo país era muy alto. En este caso, se considera a Pakistán como un país de alto riesgo debido a su inestabilidad política, componente del riesgo político. El plan de Tethyan era construir una mina en uno de los lugares más peligrosos del mundo, pese a que la situación en ese país había empeorado desde el año 2006 al año 2011, años donde los demandantes realizaron sus inversiones.

Así, este ejemplo muestra a *Tethyan Copper Company*, la parte demandante, que sostenía que se le debía otorgar una indemnización por un monto ascendente de USD 8 500 millones más intereses; dicho daño reflejaría las pérdidas económicas sufridas por la denegación indebida de Pakistán de la solicitud de arrendamiento minero, pese a haber desarrollado los planes necesarios para hacerlo. Estos planes fueron consolidados en el Estudio de Viabilidad y Prefactibilidad del demandante para poner

en marcha la construcción de la mina en Reko Diq. Esto evidentemente perjudicó la inversión del demandante.

Es relevante destacar que, en contraste con los otros arbitrajes que se detallarán a continuación, en este caso, el tribunal arbitral decidió no incorporar el riesgo país en la valoración de los daños. La posición de la demandada se centró en que la parte demandante no había contabilizado adecuadamente los riesgos sistemáticos y asistemáticos en su modelo de valoración, porque había utilizado proyecciones excesivamente especulativas de precios futuros. La parte demandada criticó que la parte demandante aplique una tasa de descuento del 4.2%, pues según la parte demandada los tribunales arbitrales determinaron que los daños basados en proyecciones de ingresos futuros usaban primas de riesgo país entre el 10% y el 20%; respecto a ello, la parte demandada enfatizaba que cualquiera de dichas tasas de descuento haría que el valor actual neto de los flujos de efectivo estimados por la demandante fuera negativo[171].

Por su parte, la otra situación se refiere al caso *Rusoro vs. Venezuela*. En este, se percibe que el inversionista invirtió cuando el riesgo país era bajo, precisamente debido a que la inversión se realizó antes de la adopción de las medidas ilegales adoptadas por el gobierno venezolano. Esto ocurrió antes del año 2011, año donde se produjo la expropiación, lo que hacía que el riesgo país fuera bajo al momento de la inversión.

[171] *Tethyan Copper Company PTY Limited vs Pakistan*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1472

En ese sentido, antes de analizar este caso, es preciso recalcar una alternativa para poder decidir si se incluye o no el riesgo país en la valoración de los daños. Esta consiste en que el riesgo de expropiación que está inmerso en el riesgo país se excluya solo de la valoración de las inversiones realizadas antes de la adopción por parte del Estado de una política de expropiación, de la que se presume que los inversionistas están al tanto (Searby, 2018, p. 271). Esta premisa es congruente con lo señalado por el tribunal arbitral en el caso *Flughafen Zurich & Gestión e Ingeniería IDC S.A. vs. República Bolivarian de Venezuela*. El tribunal arbitral señaló que un gobierno, mediante la adopción de nuevas políticas adoptadas luego de materializada la inversión, lo cual aumenta el riesgo país, no puede beneficiarse de un hecho ilícito que le sea imputable —es decir, que se reduzca la indemnización a pagar[172]—. Este contexto cambia si la inversión se hiciera después de un Golpe de Estado o cambio radical en el poder de un país en específico, como sucedió en el caso *Tidewater vs. Venezuela*. En ese caso, la inversión se realizó después de la llegada del presidente Chávez, por lo que podía haberse inferido que el inversionista aceptó un nivel elevado de riesgo país desde el principio.

Ahora bien, regresando al caso *Rusoro vs. Venezuela*, el valor del capital propio de Rusoro consistió en las adquisiciones societarias realizadas desde el año 2006 al año 2008. Estas alcanzaron un total de USD 629 millones, aunado a los gastos realizados en bienes de uso, propiedades minerales y financiación, ascendió a USD 739,1 millones[173]. Si bien Rusoro era una empresa productora de oro en un solo país, cualquier

[172] *Flughafen Zurich & Gestión e Ingeniería IDC S.A. vs. Venezuela*, (Caso CIADI N° ARB/10/19), Laudo, 18 de noviembre de 2014, párrafo 905.
[173] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 678.

aumento en el riesgo país debió haber generado una reducción significativa en el precio de las acciones.

Cuando Rusoro sufrió la expropiación —es decir, la nacionalización inmediata de la industria minera aurífera de Venezuela por parte del presidente Chávez—, en septiembre del año 2011, se le restringió el derecho de Rusoro de seguir vendiendo oro libremente. Asimismo, si bien las inversiones de esta empresa iniciaron en el año 2006, en el año 2009 y 2010 Venezuela impuso una serie de restricciones para la exportación del oro.

A partir de este caso, podríamos afirmar que, a medida que un Estado emprende acciones que se consideran contrarias a sus obligaciones en los tratados bilaterales de inversión, se aumenta el riesgo político. Por lo tanto, se aumenta la aversión de la inversión en el país del Estado anfitrión, lo cual genera que se origine un mayor número de casos ante el CIADI. Asimismo, el riesgo de una expropiación podría generar ganancias inesperadas para el Estado (Dorobantu, 2016, p. 225). Por ejemplo, en este caso, cuando Venezuela expropió la inversión de Rusoro y ofreció como compensación por la expropiación a Rusoro el enfoque de valor en libros por los activos expropiados; no obstante, la oferta de compensación al inversor ni siquiera llegó al tope máximo señalado en el Decreto de Nacionalización por la supuesta ilegalidad de la inversión de Rusoro, un argumento que fue desestimado por el tribunal arbitral. Por ello, la oferta de compensación no fue hecha de buena fe, lo cual es contrario a lo previsto en el TBI. Recordemos que el Decreto de Nacionalización adoptado por Venezuela preveía el pago de una compensación a los inversionistas, pero estableció un tope que no estaba

previsto ni en el TBI ni en la legislación venezolana. La ganancia inesperada puede así reflejarse en el hecho de que Venezuela haya querido compensar de forma muy reducida a Rusoro, sin considerar los depósitos auríferos no explotados[174].

En el presente caso, las medidas adoptadas de manera ilegal por Venezuela generaron una modificación en su régimen regulatorio para la venta de oro de Rusoro. Respecto a lo anterior, se puede considerar la promulgación del Decreto de Nacionalización con fecha 16 de septiembre de 2011, decreto que establecía el control estatal de la propiedad y de los derechos mineros de todas las empresas productoras de oro. De acuerdo a esto, resulta fundamental señalar que en este decreto se establecía también que todas las actividades en relación con la minería de oro solo podrían ser realizadas por Estados o empresas de propiedad total del Estado[175].

Este caso demuestra, cómo un riesgo regulatorio —esto es la modificación de su régimen regulatorio— pudo afectar económicamente a Rusoro en términos de grado de inversión. Venezuela decidido expropiar las inversiones en Rusoro el 16 de septiembre de 2011, menos de un mes después de que el oro alcanzara su pico histórico de USD 1.83 por onza. Por ello, la empresa minera aumentó de valor porque, tal como manifiesta el tribunal arbitral, el valor de los proyectos y las empresas mineras auríferas está estrechamente relacionado con el precio del oro. Cuanto más alto sea el precio de la materia prima, más alto será el valor de las empresas productora de oro[176].

[174] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 408.
[175] Ibid, párrafo 162.
[176] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 657.

Rusoro invirtió inicialmente la suma de USD 774,3 millones en su empresa venezolana, en el momento en que las valoraciones de las empresas auríferas y los precios del oro eran bajos (pero estaban en alza). En ese momento, el nivel de riesgo era bajo. Mientras la demandante poseía la inversión, los precios del oro aumentaron y, por ende, su valor. En ese escenario, Venezuela decidió expropiar. El tribunal señaló que, en tanto no ocurrió ningún evento macroeconómico, la mera evolución del precio del oro durante el periodo que transcurrió entre la inversión y la expropiación habría generado un incremente en el valor de la inversión a más de USD 1 128,7 millones[177].

Resaltando lo anterior, el caso *Rusoro vs. Venezuela*, demuestra que los países en desarrollo se caracterizan por entornos de riesgo más amenazantes combinando componentes como el riesgo político y la inestabilidad política. Conforme señala White y Fan, la naturaleza propiamente de las inversiones en países en desarrollo, que a menudo toman la forma de proyecto de inversión con activos altamente visibles y vulnerables, como, por ejemplo, los proyectos mineros, los cuales pueden ser materia de expropiación por los Estados receptores de inversión debido a que son más sensibles (White y Fan, 2006, p. 183). La sensibilidad de los proyectos mineros se relaciona en mucho de los casos a la volatilidad de los precios de los metales y minerales, siendo que los cambios significativos en los precios pueden incentivar a los Estados a actuar de manera oportunista para cambiar los términos regulatorios (Fry y Bret, 2019, p. 6).

[177] *Rusoro Mining Limited vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 764.

En relación a los dos ejemplos anteriores, doctrinarios como Caroline Lauk, y Harris y Aydin sostienen que, independientemente del enfoque al evaluar el valor del activo, los expertos cuánticos deben considerar los riesgos relacionados al activo en cuestión. Esto supone incluir el riesgo país en la evaluación de la cuantificación de daños lo cual puede tener un efecto significativo en la cuantía de los daños reclamados o concedidos, postura que compartimos en la presente tesis (Lauk, 2024, p.146) (Harris, Johnson y Aydin, 2017, p. 4).

En atención a lo antes expuesto, por ejemplo, en el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*, la cantidad de los daños reclamados se redujo en USD 130 millones, como resultado de las conclusiones del tribunal arbitral con respecto al riesgo país[178]. Esto representó casi el 20 % del monto de los daños que reclamaba la parte demandante (esto es, USD 1 325 millones), siendo finalmente el monto de los daños otorgados por el tribunal una suma ascendente a USD 713 millones, conforme se puede apreciar en el Anexo 1 (Harris, Johnson y Aydin, 2017, p. 7). Este caso demuestra el efecto significativo que tuvo el factor del riesgo país en una inversión realizada en Venezuela, un país en vías de desarrollo, con un entorno político inestable. Estos factores, como el riesgo político y el riesgo de expropiación, podrían aumentar el riesgo país y, por lo tanto, disminuir el rendimiento esperado requerido por los inversionistas.

Como nos comentan Harris, Johnson y Aydin, el caso *Gold Reserve vs. Venezuela* es uno de los casos recientes del CIADI que involucran a Venezuela, un país con una

[178] *Gold Reserve Inc. vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/09/1), Laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 848.

economía emergente, donde generalmente los inversionistas (demandantes) suelen abogar por una tasa de riesgo país baja (Harris, Johnson y Aydin, 2017, p. 5). Si bien el valor del capital propio de Gold Reserve fue USD 300 millones (Ver anexo 1), la parte demandante abogó por una prima de riesgo país de 1,5%, mientras que la parte demandada abogó por una prima de riesgo país de 16,4% debido a que tuvo en cuenta las políticas de Venezuela en ese momento. Esto incluye la política del presidente Chávez de expulsar a las empresas norteamericanas del sector minero, lo que aumentó significativamente la prima del riesgo, lo cual demostraría lo dicho en la premisa anterior.

Lamentablemente, si bien existe poca evidencia sobre cómo los inversionistas aplican el riesgo país en el momento de realizar sus inversiones, es razonable asumir que algunos países tienen un clima comercial más riesgoso que otros, como es la situación de los países del medio oriente, como Pakistán y países con mercados emergentes (Searby, 2018, p. 260).

Ahora bien, otro asunto interesante desde nuestra perspectiva es cómo el análisis del riesgo país está estrechamente relacionado al estudio del derecho internacional del desarrollo. En tal sentido, podemos señalar que los países que se encuentran en una etapa más temprana de desarrollo económico generalmente experimentan una mayor volatilidad en sus resultados económicos.

Si los inversores pudieran evitar el riesgo de invertir en un país determinado invirtiendo en varios países cuyos riesgos se equilibran entre sí a lo largo del tiempo, entonces no habría necesidad de medir el riesgo país (Searby, 2018, p.238). Sin embargo, tanto

Searby como García señalan que el riesgo país existe porque los inversionistas no están diversificados a nivel mundial, y dado que han invertido progresivamente en carteras globales mantienen aún un sesgo interno hacia su mercado interno, a lo que García señala que, si el riesgo país no es diversificable, entonces debería ser parte de la valoración de daños (Searby, 2018, p.238) (García, 2017. p.127). Respecto a la diversificación de la economía, si un país está muy expuesto al precio de las materias primas, los rendimientos de las acciones pueden ser volátiles porque los precios de las materias primas son volátiles (Searby, 2018, p.245).

Se presume que un inversionista que ingresa a un país extranjero riesgoso sabe, en la fecha de la inversión, que el país extranjero tiene la peculiaridad de ser más riesgoso en comparación a otros y que su inversión está expuesta a los riesgos comerciales (Searby, 2018, p.242).

Por otro lado, en el caso *CMS vs. Argentina*, el razonamiento del tribunal arbitral se centró en determinar que los acuerdos internacionales de inversión, si bien ofrecen alguna protección, no es absoluta contra las acciones gubernamentales que puedan afectar el valor de la inversión. Bajo ese mismo razonamiento, es importante resaltar que un tratado bilateral de inversión (en adelante, TBI) no protege a los demandantes de los riesgos ordinarios de hacer negocios en un país en particular, tal como lo señaló el tribunal arbitral en el caso *Tidewater vs. Venezuela*.[179]

[179] *Tidewater v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/10/5), laudo final, 13 de marzo de 2015, párrafo 184.

Un punto de análisis del riesgo país es el hecho de que los países con los mercados financieros menos desarrollados, tal es el caso de los países en desarrollo, son los que tienen la prima de riesgo país más alta, y mientras los inversionistas extranjeros tengan una alta percepción del riesgo, la inversión extranjera en ellos probablemente se vea limitado por la aversión al riesgo (Searby, 2018, p. 260). En este orden de ideas, García señala que, si los inversores tienen aversión al riesgo, cualquier riesgo mayor debe compensarse con una rentabilidad mayor, es decir, los inversionistas extranjeros antes de invertir evaluarán si las ganancias compensarán la mayor exposición al riesgo, ello se reflejará en un aumento del factor del riesgo país (García, 2017, p. 99).

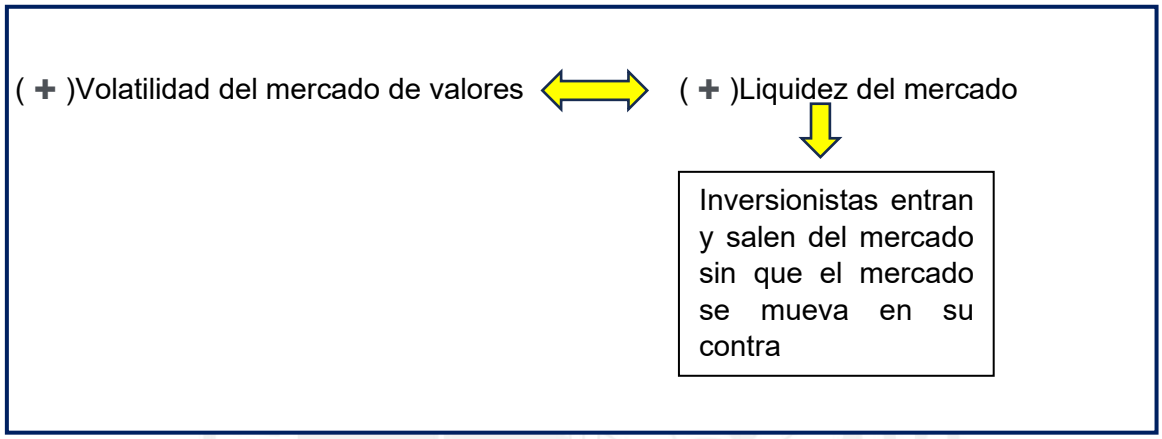
Como se señaló anteriormente, autores como Duarte y Searby señalan que la discusión hasta ahora es que, en la mayoría de las circunstancias, un mayor riesgo país disminuye el valor del activo. Por lo tanto, reduce la cantidad de daños que otorgará el tribunal arbitral (Duarte, 2021, p. 298) (Searby, 2018, p. 249). Dicho esto, ciertos tribunales arbitrales internacionales, como en el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*, adoptaron la posición de no aumentar la prima de riesgo país para evitar que se refleje en el mercado que un Estado podría tener una propensión a expropiar inversiones, en violación a las obligaciones internacionales asumidas en el TBI[180].

(+) Mayor Volatilidad del Riesgo país ⟺ (−) Estabilidad expectativas del inversor

(+) Riesgo país ⟺ (−)Valor del activo ⟺ (−) cantidad de daños que otorga el Tribunal arbitral

[180] *Gold Reserve Inc. vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/09/1), Laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 841.

Los mercados emergentes con economías muy diferentes a menudo suben y bajan juntos cíclicamente. Esto depende de las condiciones del mercado adoptado en las economías desarrolladas (Searby, 2018, p. 257).



En la presente tesis, consideramos que los tribunales internacionales de arbitraje de inversión deberían considerar el riesgo país en la valoración de los daños por diversas razones. Primero, el estándar de compensación según el derecho internacional consuetudinario impone que la compensación sea justa y adecuada basada en el valor justo de mercado de la inversión expropiada lo que supone que no se excluya el riesgo país y sus componentes (García, 2017, p. 118); segundo, garantiza que los daños reflejen el verdadero valor de la inversión y pueda contribuir a crear un entorno de inversión más predecible y estable lo que podría fomentar futuras inversiones en el país (Lauk, 2024, p. 146); tercero, ayuda al tribunal arbitral a determinar el impacto de un evento específico en el valor de la inversión y llegar a un cálculo más preciso de los daños sufridos por el inversor (Lauk, 2024, p. 146); cuarto , el riesgo país ayuda a los tribunales arbitrales a analizar la exposición de una inversión debido a factores políticos como el riesgo de expropiación, guerra, disturbios sociales lo que pueden causar una incertidumbre sobre los rendimientos de una inversión (Harris, Johnson y Aydin, 2017,

p. 3), quinto, no es deber del estado anfitrión compensar el riesgo país, como los riesgos que surjan por invertir en una país desarrollado o país en desarrollo porque podría estar fuera del control de las partes, en ese sentido, un deterioro general de la situación económica de un Estado donde se realizó deben no ser compensadas al inversor, más aún, los componentes del riesgo país como los cambios de gobierno, los conflictos sociales, la guerra, estarán más allá del poder soberano del Estado anfitrión, siendo estos riesgos inherentes a la inversión en el extranjero en particular en los países en desarrollo, que se caracterizan por entornos de riesgo más amenazantes dado que el gobierno es más débil y voluble, lo que supone que se incluya el riesgo país en la valoración[181] (White y Fun, , 2017, p. 183).

2.3 Enfoques interpretativos de los tribunales arbitrales del CIADI respecto a los criterios para analizar el valor justo de mercado de un proyecto de exploración minera

La pauta principal para calcular la compensación es el valor justo de mercado de la propiedad o inversión (Wells, 2003, p. 476). Si bien los tratados de inversión generalmente establecen que el estándar de compensación es el valor justo de mercado para las expropiaciones lícitas, a menudo no prevén ni han definido específicamente un estándar de reparación para las violaciones de los tratados de inversión en el caso de expropiaciones ilícitas. De esta forma, los tribunales arbitrales deben recurrir al derecho internacional consuetudinario para determinar el estándar aplicable y hacer efectivo el principio de reparación integral sentado en el caso Fábrica de Chorzów en aquellas

[181] *CME VS. Republica Checa*, Procedimiento de Arbitraje CNUDMI, Laudo Final, 14 de marzo de 2003.

disputas que estén relacionadas a una expropiación ilícita, violaciones del trato justo y equitativo, protección y seguridad plenas, trato nacional, y trato de nación más favorecida (Mirabal y Derains, 2018, p. 217).

Si bien existe un acuerdo general sobre el significado del valor justo de mercado, resulta una tarea pendiente el determinar cómo se debe cuantificar el valor de una inversión dañada o expropiada. Esto produce una serie de interrogantes como el evaluar los enfoques interpretativos del valor justo de mercado basado en las decisiones de los tribunales en casos recientes y el impacto de determinar correctamente la fecha de valoración, en tanto el valor justo de mercado refleja las expectativas del mercado sobre aspectos clave que afectan el valor del activo.

La importancia del estudio de los criterios que ayuden a adoptar el valor justo de mercado de una inversión expropiada recae en el hecho de que la reparación debe, en la medida de los posible, eliminar todas las consecuencias del acto ilícito y restablecer la situación que, con toda probabilidad habría existido si ese activo no se hubiera cometido en atención al caso Chorzów[182]. No obstante, el uso de un método de valoración que no capte el valor de una inversión podría en sí mismo conducir a una incongruencia con el derecho internacional consuetudinario.

Ahora bien, tal como se describió en el primer capítulo, dentro las fases de desarrollo de un proyecto minero, una cuestión central es analizar cuáles son los criterios para determinar un valor justo de mercado de la inversión expropiada. Para lograr eso

[182] The Factory at Chorzow, Germany vs Poland, Claim for Indemnity, Merits, 1928, PCIJ, Series A, No. 17, 1928, paragraph 125.

debemos considerar las características específicas de la industria minera, ya sea cuando un inversionista reclama una compensación por una expropiación ilícita o una expropiación indirecta. En ese sentido, los criterios que se analizarán son estos: (i) tipo de reservas y tamaño de depósito, (ii) inversiones en una etapa inicial, iii) fecha de valoración, y iv) Análisis del mineral

2.3.1 Tipo de reservas y el tamaño de depósito

Tal como señalan Chodorow, Dorobantu y Bañez, el valor justo de mercado de un proyecto es el precio al que se negociaría en la fecha de valoración en un mercado abierto entre las partes interesadas e informadas que no actúan bajo ninguna obligación de comercializar. De esta forma, los autores sostienen que los proyectos de recursos naturales, al ser agotables como cualquier otro activo, sólo tienen valor si pueden generar flujos de efectivo neto futuros con un valor presente. Por tal razón, según lo antes señalado, la producción total o ganancias finales dependen del tamaño del depósito de minerales; no obstante, su tamaño no se puede conocer con certeza antes de la etapa de extracción (Chodorow, Dorobantu y Bañez, 2022, p. 382).

Como observaremos en el presente capítulo, la finalidad no es reiterar los conceptos de las reservas, pues ya fue descrito en el primer capítulo, sino analizar los laudos arbitrales en materia de inversión junto a los conceptos de «reserva mineral» y «depósitos». Esto se efectuará en función de los Estándares de Definición del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo para Recursos Mineros y Reservas Minerales, el cual posee gran importancia en el sector extractivo.

Resaltando lo anterior, en la jurisprudencia encontramos el caso *Tethyan vs. Pakistán.* En él, el tribunal arbitral analizó el valor justo de mercado de la inversión expropiada en función al estudio de Factibilidad y el Estudio de Prefactibilidad con el fin de demostrar, a través de estos instrumentos, que incluso en condiciones de mercado desfavorable el demandante tiene la obligación de demostrar las enormes reservas de Reko Diq, de ese modo, demostrar la rentabilidad futura. De la misma forma, el tribunal en Crystallex analizó que predecir los ingresos futuros de las reservas de oro comprobadas, las cuales se extraerían mediante el uso de técnicas mineras tradicionales, podría generar certeza razonable incluso sin un registro de la producción pasada. Así, el demandante demostró contar con reservas calculadas en 16,86 millones de onzas de oro[183].

Antes de continuar con el análisis de los depósitos y reservas minerales es necesario hacer un paréntesis para enfatizar que la jurisprudencia internacional arbitral entra en armonía con la doctrina de arbitraje de inversiones que señala que un proyecto minero es mucho más riesgoso cuando sólo ha completado la PEA (Preliminary Economic Assessment)[184] que el riesgo que afecta a un proyecto que tiene un Estudio de Viabilidad y que está listo para comenzar la etapa de producción y construcción (Abdala y López, 2019, p. 148). Se considerará además que un Estudio de Viabilidad es un estudio técnico y económico detallado de un proyecto minero cuyo objetivo es demostrar la viabilidad técnica y económica de un proyecto a un nivel suficiente para permitir a los propietarios del proyecto tomar una decisión sobre si construir o no el proyecto y también proporcionar suficiente certeza en los rendimientos económico para permitir que un

[183] *Crystallex, vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 752
[184] PEA: Preliminary Economic Assessment, es la primera etapa de evaluación económica de un proyecto minero. (Souther American Silver vs. Bolivia, PCA Caso No 2013-15, Laudo, párrafo 812)

inversionista proporcione suficiente financiamiento para financiar la construcción de la mina[185].

Es preciso hacer mención que la doctrina existente antes señalada se refleja en el caso Souther American Silver vs. Bolivia, donde el tribunal arbitral determinó que dado que el proyecto minero apenas había llegado a la etapa de desarrollo incipiente tras solo haber realizado el estudio del PEA, situación por la cual no ofrecía certeza sobre la viabilidad económica del proyecto al ser un proyecto muy riesgoso por la etapa que se encontraba[186]. SI bien la demandante afirmó que el proyecto minero contenía un depósito de recursos minerales significativo y estratégico lo que constituía como prueba de que el proyecto tenía valor económico; no obstante, el tribunal arbitral sostuvo que para que un proyecto minero sea viable económicamente, es decir, logre llegar a la etapa de producción y construcción de la mina, debe de llevarse a cabo diversos estudios para determinar si se justifica continuar con el proyecto, estos estudios se clasifican como: (i) Preliminary Economic Assessment, (ii) estudio de pre-factibilidad, y(iii) estudio de factibilidad, de ese modo, el tribunal concluyó que dado que no se evidenció la materialización del estudio de pre-factibilidad y factibiidad no había certeza razonable de que el proyecto avanzara así como también determinó que no había certeza de que se pudiera extraer los metales del depósito minero[187].

[185] *Mohamed Abdel Raouf Bahgat vs. Egipto*, (PCA Caso No 2012-7), Laudo Final, 23 de diciembre de 2019, párrafo 339. El concepto de estudio de viabilidad lo proporciona la parte demandada en el laudo final.
[186] *South American Silver vs. Bolivia,* (PCA Caso No. 2013-5), Laudo, 22 de noviembre de 2018 párrafo 813.
[187] *South American Silver vs. Bolivia,* (PCA Caso No. 2013-5), Laudo, 22 de noviembre de 2018, párrafo 809, párrafo 850.

Ahora bien, otro caso interesante donde se analiza el impacto de las reservas en la cuantificación de daños y el uso del método DCF es en el caso *Khan vs. Mongolia*. El demandante había obtenido un estudio de viabilidad definitivo y había establecido reservas probadas por las cuales demostró que el proyecto minero de uranio Dornod tenía como valor justo de mercado un monto ascendente a USD 358 millones. En el presente caso, la demandante señaló que ante la existencia de reservas minerales se podría estimar las ganancias futuras con certeza razonable usando el método DCF, por lo tanto, según la parte demandante no importa que la mina no haya entrado en plena producción o que sea un negocio en marcha en funcionamiento sino sólo que se haya probado la existencia de reservas
[188].

Finalmente, en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, los demandantes usaron el análisis de las reservas y recursos de ulexita para demostrar la duración de las concesiones mineras durante al menos cuarenta años más si no hubieran sido expropiados. Asimismo, el tribunal arbitral determinó el valor de las concesiones mineras y calculó los daños sufridos por las demandantes sobre la base de los flujos de efectivo de sus reservas de ulexita en un monto ascendente a USD 48 millones[189].

Efectivamente, el tamaño del depósito determina la duración y la capacidad de un proyecto. Para ello recordemos que, en los casos *Tethyan vs. Pakistán* y en el caso *Crystallex vs. Venezuela*, se puede observar que el tribunal analiza el tamaño de las

[188] *Khan vs. Mongolia*, (PCA Case No, 2011-09), Laudo final, 2 de marzo de 2015, párrafo 391.
[189] *Quirobax S.A. & Non-Metallic Minerals SA vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2), laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 348.

reservas y depósitos, y requiere como evidencia los estudios de viabilidad justamente para identificar el valor más alto de los precios y costos esperados.

En conclusión, en los casos *Tethyan, Crystallex y Khan*, los tribunales arbitrales suelen analizar las valoraciones de los expertos cuánticos relacionadas a las reservas minerales para determinar la duración de las concesiones mineras y el adecuado monto del valor justo de mercado de la inversión expropiada.

2.3.2 Inversiones en etapa inicial

La literatura académica y la industria minera nos señalan que el valor de los proyectos mineros puede ser muy grande, especialmente después de que se haya completado inversiones iniciales para desarrollar el proyecto (Chodorow y Dorobantu, 2022, p.377). Además, su valor puede aumentar de forma repentina debido a resultados favorables en los precios de los metales; esto puede suceder durante la fase de explotación. Estas circunstancias ocasionan que los Estados anfitriones con obstáculos burocráticos retrasen o frustren la ejecución de los proyectos de inversión minera. La no emisión o retraso en la emisión de permisos, cancelación de títulos mineros, cambios en el marco normativo y suspensión de licencia minera afectan los proyectos mineros alrededor del mundo. Esto empuja a los inversionistas a presentar reclamaciones contra los Estados en arbitrajes internacionales (Gallego, Velarde y Veit, p.111).

La valoración de proyectos mineros en etapa temprana de desarrollo a menudo resulta difícil. Si bien los proyectos en etapa inicial pueden valorarse en función de los ingresos que producen (utilizando una metodología de flujo de efectivo descontado (DCF), esto puede no ser factible cuando un el proyecto está a años de ser producido (Fry y Bret,

2019, p. 4). Sin embargo, esto no quiere decir que no sea posible atribuir un valor a proyectos en etapa temprana en el contexto de disputas de arbitraje de inversión. En la presente tesis, sostenemos que los tribunales arbitrales se están volviendo cada vez más sofisticados en su comprensión sobre cómo el ciclo de vida de un proyecto minero puede afectar la elección de los métodos utilizados para valorar estos proyectos y cómo se aplica estos métodos a fin de evitar emitir laudos arbitrales cuyos montos en daños sea excesivamente elevados. Estos tribunales se guían por el surgimiento de lineamientos sobre la valoración de recursos y reservas minerales de la Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum (más adelante, CIM) y, en los últimos años, han empezado a aplicar el enfoque de mercado para valorar los proyectos mineros en fase temprana de desarrollo.

Una característica clave de los proyectos mineros en sus primeras etapas es la dificultad de atribuirles un valor antes de que entren en producción. Esta dificultad es en gran parte una función del considerable riesgo de exploración presente en los proyectos mineros. Si bien este riesgo de exploración no se traduce necesariamente en disputas de arbitraje específicas, tiene un impacto considerable en la determinación de daños y perjuicios en arbitrajes relacionados con proyectos mineros en etapa inicial (Fry y Bret, 2019, p. 5).

En otros términos, una inversión, en etapa inicial en el contexto del arbitraje entre inversionistas y Estado, significa una empresa o inversión que no tiene un historial significativo de operaciones comerciales en curso, generalmente de dos a tres años, como se podrá apreciar del análisis de los casos arbitrales (Garret, Sequeira y Shopp, 2018, p. 263). Por su naturaleza, las inversiones en etapa inicial son propensas a

situaciones en la que las acciones del Estado podrían perturbar la propiedad de la inversión (Garret, Sequeira y Shopp, 2018, p. 264). Por ejemplo, imaginemos diversos proyectos de inversión que se iniciaron pero que nunca terminaron su construcción o nunca llegaron a la etapa de explotación; tal es el caso de un proyecto de minas o el caso en el que el Estado revocó la licencia para operar o canceló el proyecto.

Ahora bien, el autor Mark Kantor señala que existen ciertos factores que deberá evaluarse al determinar el valor justo de mercado de una empresa o proyecto minero en etapa temprana de desarrollo o etapa inicial: a) la naturaleza del negocio y la historia de la empresa desde su inicio; b) la perspectiva económica en general y perspectiva de la industria en particular; c) la condición financiera del negocio; d) la capacidad de ganancia de la empresa; d) la capacidad de pago de dividendos; e) ventas del stock; f) el valor del mercado de las acciones cuyas acciones se negocian activamente en un mercado libre y abierto; y g) la prima de riesgo país, perfil de producción (Kantor, 2008, p. 33).

Tal como señala Schumacher y Klonne, los tribunales arbitrales han rechazado el método DCF cuando la empresa no ha estado operando durante tres años a más, dado que algunos tribunales han considerado que los casos que una empresa opere durante un periodo poco menos de tres años son insuficientes, porque no se ha acumulado una cantidad de años de desempeño exitoso (Shumacher y Klonne, 2018, p. 217).

El análisis de la etapa inicial de un proyecto se puede ver reflejado en el caso *Copper Mesa vs. Ecuador.* En este, el tribunal arbitral determinó que el proyecto se encontraba en una etapa exploratoria inicial cuando fue afectado por las medidas y que había solo

una mínima posibilidad de que al menos una de las dos áreas de concesión hubiera progresado alguna vez más allá de esa etapa.[190] Asimismo, el tribunal señaló que las concesiones de las demandantes permanecieron en una etapa exploratoria temprana sin actividades mineras y, menos aún, sin un historial como negocio minero real. Además, particularmente en lo que respecta a la concesión de Junín, objeto de disputa, las opciones de la demandante de avanzar más allá de la etapa de exploración eran nulas[191].

Asimismo, otro caso que involucra un proyecto minero en etapa inicial de desarrollo es el caso *Khan vs. Mongolia*. La base fáctica de este caso inició en el año 2003, año en el cual, a través de una serie de transacciones, Khan Canada se convirtió en el titular indirecto de las acciones de WM Mining. En el año 2009, como parte de su reforma del sector de energía nuclear, Mongolia promulgó la Ley de Energía Nuclear y decidieron suspender 149 licencias de exploración y explotación minera. El demandante sostuvo que, antes de que el gobierno de Mongolia decidiera hacerse cargo ilegalmente del proyecto en el año 2009, el demandante hasta ese entonces había obtenido todos los permisos necesarios para la etapa de exploración. El proceso de exploración duró solo 6 años entre 2003 y el 2009.

Finalmente, en el caso *Tethyan vs. Pakistan*, los trabajos de exploración iniciaron en el año 2006 y culminaron en el año 2011, año en el cual Pakistán niega la licencia minera

[190] *Copper Mesa Mining Corporation vs. Ecuador* (PCA Case No. 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrado 7.24- 7.29
[191] *Copper Mesa Mining Corporation vs. Ecuador* (PCA Case No. 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 7.24

a Tethyan. El Demandante sostiene que, antes de que el Gobierno de Bolivia decidiera hacerse cargo ilegalmente del proyecto en diciembre de 2011, el Demandante había obtenido todos los permisos necesarios para la etapa de exploración y viabilidad. Además, había contratado un equipo de consultores locales internos y externos quienes habían identificado los permisos y aprobaciones necesarias para proceder a la construcción y operación de la mina[192]. En conclusión, en esa tesis, consideraremos una inversión en etapa inicial como aquella con no más de cinco años de operación.

2.3.3 La fecha de valoración

Una vez que el tribunal arbitral haya determinado la responsabilidad internacional del Estado demandado en una disputa sobre expropiación, el objetivo final es determinar la cantidad apropiada de los daños a los que tiene derecho el demandante a la luz del derecho internacional de inversiones. De esta manera, las partes, a través de sus expertos cuánticos y el tribunal arbitral, se enfocarán en determinar el valor de los activos expropiados para fundamentar ese monto.

Dado que el valor justo de mercado se delimita en una fecha determinada, la elección de la fecha de valoración juega un rol importante en la cuantificación de los daños, pues es probable que un activo tenga valores diferentes en momentos diferentes. Circunstancias como las fluctuaciones de los precios de las acciones en los mercados de valores hasta el surgimiento de una crisis financiera mundial podrían impactar en el valor del activo, en los cuales los riesgos comerciales podrían materializarse,

[192] *Tethyan vs. Pakistán* (ICSID Case No ARB/12/1), laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1180.

información que es difícil de ignorar (Sim, 2018, p. 213). Ante dicho escenario, los tribunales arbitrales deberán decidir qué hacer con los nuevos hechos que surgieron *ex post* a partir de la fecha de expropiación. Si bien no hay unanimidad en la jurisprudencia ni en la doctrina sobre qué enfoque los árbitros deberán adoptar, existen fuertes argumentos que apoyan a cada uno. Esto se debe a que, si bien el enfoque *ex ante* y el enfoque *ex post* son ampliamente aceptados y ninguno es teóricamente erróneo, su aplicabilidad debe evaluarse considerando los hechos del caso, ya que sus resultados pueden variar significativamente el monto de compensación por daños.

Además, la elección de la fecha de valoración es importante tanto por el valor de la inversión como por la información disponible. Una de las cuestiones fundamentales es en qué medida pueden incluirse en la valoración hechos ocurridos o conocidos con posterioridad a las expropiaciones (Marboe, 2009, p.128). Es importante preguntarnos lo siguiente: ¿Deberíamos ignorar los datos más recientes y precisos, y confiar en los datos desde una perspectiva de valoración en el pasado?

La respuesta a esta pregunta depende de qué enfoque se proceda a decidir: un enfoque *ex ante* o un enfoque *ex post*. Hay una tendencia natural a usar la fecha del incumplimiento, es decir, la fecha que se produjo la expropiación, pero las disputas de contratos o tratados suelen ser mucho más complejas.

No cabe duda de que los tratados de inversión no parecen contener ninguna orientación con respecto a la compensación por expropiaciones ilegales, incluida la fecha de

valoración. En esta situación, el derecho internacional consuetudinario juega un rol fundamental. En ese sentido, Reisman y Sloane, recomiendan que la fecha de expropiación no necesariamente tiene que coincidir con la fecha de valuación (Reisman y Sloane, 2004, p. 148).

Además, el valor de una inversión fluctuará a menudo entre la fecha de la violación de un tratado y la fecha del laudo. Dicho valor puede ser afectado por las condiciones del mercado, la oferta y la demanda de un producto o la situación política. La fijación de la fecha de valoración puede tener un impacto significativo en los daños y, a menudo, es objeto de un intenso debate entre las partes y sus expertos (Reisman y Sloane, 2004, p.140).

Es frecuente que la compensación en un arbitraje internacional de inversiones se determine con base en el valor de la inversión en cuestión a la fecha del acto que violó el tratado bilateral de inversión. La elección de una fecha para el incumplimiento de un tratado podría tener implicaciones importantes para determinar el monto de la compensación, particularmente cuando se otorga el valor justo de mercado. Lo anterior se debe a que la mayoría de los tribunales arbitrales determinan el valor de la inversión en esa fecha (Borzu, 2004, p. 104).

Ahora bien, los tratados de inversión no parecen regular ninguna disposición respecto a la compensación por una expropiación ilegal, incluida la fecha de valoración, lo cual tampoco sucede en las expropiaciones indirectas. Por lo tanto, el principio rector en estos casos es el derecho internacional consuetudinario, es decir, el principio relevante formulado en la decisión trascendental de la Corte Permanente de Justicia Internacional

en el caso de Fábrica de Chorzów que consiste en poner a la parte agraviada en la posición económica hipotética que habría estado si no hubiera sido por la comisión del acto ilícito. (Borzu, 2011, p.107). Este consagrado principio complementa aquellos que se encuentran en los Artículos de la CDI, y particularmente al Artículo 31, sobre la obligación de reparar integralmente el perjuicio causado por una violación del derecho internacional.

Ni el enfoque *ex ante* ni el enfoque *ex post* están exentos de inconvenientes. En las próximas líneas, se demuestra que el debate respecto a la adopción de un enfoque *ex ante* o *ex post* no es meramente teórico, y la decisión de tener en cuenta los factores *ex post* (también conocidos como factores retrospectivos) puede tener un impacto enorme en el monto de la compensación.

2.3.3.1 Enfoque *ex ante*

El enfoque *ex ante* cuantifica los daños en la fecha del incumplimiento del Estado receptor de la inversión, generalmente en la fecha de la expropiación, por lo que el demandante será compensado recibiendo el valor de la inversión expropiada sobre la base de la información disponible o conocida en la fecha de la expropiación[193]. Por eso, se requiere que todos los daños se valoren hasta esa fecha (Demuth, 2021, p. 215). Es preciso señalar que un argumento que sostiene la aplicación de este enfoque es que una inversión expropiada debe ser valorada inmediatamente antes de la expropiación, pues la intención es proteger al inversionista contra la posible disminución en el valor de

[193] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non-Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 52.

la inversión, lo cual podría ocurrir después de que la intención de expropiar se haga pública (Borzu,2011, p.107).

Para ilustrar este punto, es necesario dar un ejemplo. En el caso *Santa Elena vs. Costa Rica*, el tribunal arbitral determinó que la expropiación —ocurrida el 5 de mayo de 1978— sea analizada con el enfoque *ex ante*. Empleando este, se determinó la fecha de expropiación como la fecha de valoración[194].

Este caso se refiere a la expropiación en 1978 de una propiedad frente a la playa que se extendía a 30 kilómetros a lo largo de la costa de Costa Rica. Este país emitió un decreto de expropiación de la propiedad. La disputa se prolongó casi 20 años hasta que ambas partes decidieron solucionar su controversia en el foro del CIADI. El tribunal arbitral, en este caso, determinó que la fecha de valoración en el derecho internacional era la fecha en que la medida gubernamental había privado al titular de su derecho o ha hecho que sus derechos sean prácticamente inútiles. Se sostuvo que la fecha de valoración se determine teniendo en consideración la fecha del decreto.

La aplicación de este enfoque coincide con la postura de la opinión disidente del árbitro Stern en el caso *Quirobax vs. Bolivia*. Este versa sobre una disputa por la revocación de las concesiones mineras de Quirobax mediante el Decreto 27589, el cual constituiría una expropiación ilícita en virtud del Artículo VI del TBI en tanto no habrían recibido compensación alguna por dicha expropiación.

[194] *Compañía del Desarrollo Santa Elena S.A. vs. Costa Rica* (ICSID Case No. ARB/96/1), Laudo, 17 de febrero de 2000, párrafo 80.

La posición del árbitro Stern es contundente al afirmar que aquellos laudos arbitrales que han determinado que el cálculo de los daños sea bajo un enfoque *ex post* son muy pocos. Concretamente, son cuatro casos que menciona la árbitro: 1. *ADC vs. Hungría*, 2. *Siemens vs. Argentina*, 3. *ConocoPhilips vs. Venezuela* y 4. *Yukos vs. Rusia*.

2.3.3.2. Enfoque *ex post*

Un enfoque *ex post* cuantifica los daños en la fecha del laudo, y, por tanto, requiere que los daños anteriores hasta esa fecha se valoren (Demuth, 2021, p. 218). Como bien se señaló en el 43° período de sesiones de la CNUDMI —sesión que versó sobre la posible reforma del sistema de solución de controversias entre los inversionistas y los Estados—, no es habitual que se aplique la fecha del laudo como fecha de valoración. Esto se debe a que se utiliza normalmente cuando el valor del bien ha aumentado desde la fecha del incumplimiento debido a las fuerzas del mercado como, por ejemplo, el aumento de los precios de los productos básicos o la conducta del Estado (Documento A/CN.9/WG.III/WP.220, 2022, párrafo 33).

Una desventaja del uso de este enfoque es que la indemnización por daños supere el valor razonable de la inversión realizada del que se expropió a la parte perjudicada (Demuth, 2021, p. 245).

Un método para calcular el monto de la compensación bajo el enfoque *ex post* es teniendo en consideración el estándar aplicable proporcionado por el derecho internacional consuetudinario tal como se analizó en el caso de Fábrica de Chorzów, el

cual exige el principio de la reparación integral[195]. En esa línea, en la casuística arbitral es común observar que los demandantes estén a favor de un enfoque *ex post* bajo el argumento de lograr una reparación integral por los daños sufridos.

Ahora bien, responderemos la pregunta esbozada en líneas anteriores: ¿Deberíamos ignorar los datos más recientes y precisos y confiar en los datos desde una perspectiva de valoración en el pasado? Para efectuar esta respuesta, resulta interesante referirnos al caso *Quirobax vs. Bolivia* donde la mayoría del tribunal arbitral justificó la adoptación de este enfoque.

En este caso, la parte demandante argumentó que el Decreto 27589 (en adelante, Decreto de Revocación) emitido el 23 de junio de 2004, expropió sus inversiones (concesiones mineras) en Bolivia y que esta expropiación fue ilegal[196]. El tribunal arbitral determinó que las inversiones fueron expropiadas ilegalmente en tanto consideró que la expropiación fue discriminatoria, pues las demandantes habrían recibido un trato diferente por su nacionalidad chilena. Por lo tanto, no cumplió con la condición de no discriminación para una expropiación legal, además de que Bolivia no pagó ni ofreció compensación a las demandantes por la revocación de sus concesiones mineras[197].

Pese al análisis de la fecha de valoración en este caso, resulta interesante resaltar como reflexión que el tribunal arbitral, como en el caso *CMS vs. Argentina*, han adoptado la

[195] *Tidewater vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/10/5), laudo, 13 de marzo de 2015, párrafo 56.
[196] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 98
[197] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 254-256.

misma línea para determinar en qué casos se materializará una expropiación indirecta, considerando el factor de privación sustancial de la inversión. Por eso, en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, el tribunal arbitral analizó que para que exista una expropiación indirecta se debe tener en consideración el efecto de privar sustancialmente al inversionista del valor económico de su inversión de manera similar al caso *CMS vs. Argentina*. Respecto a ello, señaló que la privación debe ser permanente y no debe estar justificada por la doctrina de los poderes de policía[198]. En ese sentido, el tribunal arbitral deslizó la siguiente pregunta: ¿la revocación de las concesiones mineras tuvo el efecto de privar sustancialmente a Quirobax del valor de su inversión en Bolivia? El tribunal concluyó que, en ausencia de las concesiones mineras, la inversión prácticamente no tenía valor[199]. Vale precisar que la finalidad de dichas concesiones mineras era la explotación del recurso mineral de ulexita en el lago salado Salar de Uyuni.

Ahora bien, enfocándonos en el análisis de la fecha de valoración, la demandante sostuvo que la valoración *ex post* es más preciso ya que requiere proyecciones de flujo de efectivo futuro[200]. Además, la demandante señaló que la información *ex post* proporciona más certeza, ya que está más cerca en el tiempo de la fecha del laudo. Asimismo, argumentó que, con una valoración *ex post,* se le permitirá al Tribunal calcular los daños efectivamente sufridos por los reclamantes considerando toda la información disponible[201]. Según los Demandantes, si los daños son el resultado de actos ilícitos, como en el presente caso, el riesgo de que la inversión hubiera resultado más rentable de lo que se podría haber previsto en el momento de la expropiación, debe

[198]Ibid, párrafo 238.
[199]Ibid, párrafo 239
[200] Ibid, párrafo 367.
[201] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 369.

asignarse al infractor, es decir, al Estado demandado y no al inversor[202]. Finalmente, los Demandantes alegaron que una evaluación *ex post* es apropiado cuando el valor de la empresa expropiada ha aumentado después del acto ilícito, es decir, después de la expropiación ilegal[203].

La parte demandante, a través de su experto cuántico Navigant, dividió el período de valoración en dos: (i) desde la fecha de la expropiación hasta la fecha del laudo y (ii) desde la fecha del laudo hasta el final de la vida de las concesiones. Enfatiza la parte demandante que el valor de las concesiones se calcula mediante el enfoque *ex post*, mientras que el segundo período se valorizará utilizando el método DCF[204]. Los demandantes solicitaron indemnización por el monto ascendente a USD 146.848.827 por los daños sufridos por la pérdida de su inversión en Bolivia[205]. En adición, pidieron que la fecha de valoración de los daños sea a partir del 30 de junio de 2013, pero el tribunal decidió valorar la inversión por un monto ascendente a USD 48 millones.

Por otro lado, el Estado demandado solicitó una fecha de valoración en la fecha de la expropiación, fecha que fue objetivamente relacionada con la disputa[206]. El Estado rechazó el enfoque *ex post* por las siguientes razones. Primero, consideró que el enfoque *ex post* es especulativo y arbitrario en tanto sostuvo que la fecha del laudo no tiene relación con los hechos del caso; segundo, el enfoque *ex post* es contrario al tratado bilateral de inversiones y a la jurisprudencia internacional; tercero, las decisiones

[202] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 366.
[203] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, , párrafo 366.
[204] Ibid, párrafo 368.
[205] Ibid, párrafo 73.
[206] Ibid, párrafo 369.

alegadas por los demandantes, como el caso *ADC vs. Hungría* que adoptó un enfoque *ex post*, no es aplicable en este caso[207]; cuarto, sostuvo que el enfoque *ex post* ignora los efectos económicos del Decreto 27590 emitido el día de la expropiación que prohibía la exportación de minerales no metálicos, como el boro sin procesar y la ulexita sin procesar o parcialmente procesada[208]; quinto, el experto de la demandante, Econ One, indicó que los demandantes no tenían plantas o equipos en Bolivia que permitieran la industrialización química de la ulexita, por lo que habrían tenido que dejar de exportar ulexita desde Bolivia después de la fecha de la expropiación.[209]

El panel arbitral mayoritariamente en el caso *Quirobax vs. Bolivia* determinó que el estándar de compensación en el presente caso es el principio de reparación integral. También, examinó que usar la fecha del laudo como fecha de valoración permite al tribunal tomar en consideración la información disponible después de la fecha de la expropiación y afirmó que este enfoque permite reflejar mejor la realidad incluidas las fluctuaciones del mercado[210]. El razonamiento del tribunal arbitral concluyó con la adopción del enfoque *ex post* y se basó en los dos períodos de valoración examinados por la demandante, lo cual se describirá en el siguiente gráfico:

[207] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 369.
[208] Ibid, párrafo 387.
[209] Ibid, párrafo 387
[210] Ibid, párrafo 379.

1er período:

Se analizó los flujos de efectivo pasados.

2do período:

Se analizó los flujos de caja futuros bajo el modelo del DCF.

El tribunal arbitral determinó que, bajo una valoración *ex post*, se consideró apropiado utilizar los precios reales para calcular la pérdida de las demandantes, ya sea para calcular los flujos tanto en el primer como en el segundo período. De esta forma, determinó los precios de la ulexita bajo el periodo posterior a la expropiación (2004-2012)[211]

Un detalle para tener en cuenta es que se debe determinar la vida y duración de las concesiones mineras para cuantificar los flujos de caja futuro. En ese sentido, tal como

[211] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 448-450.

se muestra en el gráfico anterior, la duración de las concesiones depende de la cantidad de minerales explotables, esto es, las reservas probadas y reservas probables, así como los recursos minerales. Esto se debe a que, en el caso de los recursos, se habría establecido con certeza la riqueza de boro en las concesiones. El tribunal arbitral abordó el cálculo de la vida de las concesiones mineras; determinó que las reservas y recursos que se encontraban en las concesiones en la fecha de expropiación eran 2 319 932 toneladas y que estas se habrían agotado en el año 2039[212]. Se usó la información del número de reservas y recursos de ulexita que el demandante habría generado en ausencia de la expropiación desde el año 2003 hasta el agotamiento de las concesiones mineras, esto es, hasta el año 2039. Con ello, cuantificó los flujos de caja futuros por un monto ascendente a USD 18 millones (2do período) y, asimismo, cuantificó los flujos de efectivo pasado por un monto ascendente a USD 30 millones; este importe incluyó los intereses previos a la adjudicación (1er período)[213].

Es preciso enfatizar, como reflexión, que el tribunal arbitral atribuyó valor a las reservas y recursos de las concesiones mineras en tanto es una práctica en la industria minera asignar valor económico a las reservas y recursos. Asimismo, el tribunal arbitral sostuvo que, para colocarlos en la posición en la que habrían estado la demandante si la expropiación no hubiera ocurrido, la valoración que debía calcularse era en la fecha del laudo, bajo un enfoque *ex post*. Asimismo, indicó el tribunal arbitral que, si la expropiación no hubiera ocurrido, los Demandantes aún estarían en posesión de su inversión[214]. En consecuencia, habrían cobrado flujos de efectivo por sus actividades

[212] *Quirobax vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/02), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 436-448
[213] Ibid, párrafo 448 -502.
[214] Ibid, párrafo 385 al párrafo 448

mineras hasta el día de hoy y habrían tenido derecho a continuar cobrándolos hasta el agotamiento de las concesiones mineras[215]. Dado que algunos flujos de efectivo se encuentran en el pasado y otros en el futuro, se aplicó cálculos usando como base los dos periodos de valoración[216].

Frente a lo decidido por la mayoría del tribunal arbitral, la árbitro Stern en su opinión disidente, señaló que el enfoque *ex post* es arbitrario, dado que los hechos existentes después de la fecha del laudo no tienen nada que ver con los hechos del caso y que el monto de los daños variará con la fecha del laudo[217].

Un sector de la doctrina señala que los hechos posteriores surgidos desde el momento que se produjo la expropiación pueden afectar la magnitud del daño causado por el acto ilegal del Estado y, por lo tanto, deben reflejarse en el cálculo de daños. Con ello, es posible un aumento en el valor del objeto de valoración, y, por ende, se podría apreciar un aumento en el monto por compensación que otorga el tribunal, lo que constituye un argumento a favor del enfoque *ex post* (Marboe, 2006, p. 755).

En este punto, debemos resaltar el hecho de que es ampliamente aceptado, tanto por la doctrina nacional e internacional, que la reparación integral, principio del caso Fábrica de Chorzów, señala que la reparación debe en la medida de lo posible eliminar todas las consecuencias del acto ilícito y restablecer la situación que, con toda probabilidad

[215] Ibid, párrafo 385 al párrafo 448

[216] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/ 06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 448 al párrafo 385.

[217] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 83. a

habría existido si ese acto no se hubiera cometido. Por lo tanto, como nos señala la profesora Marboe, desde un punto de vista del principio de reparación integral, la valoración no se limita a la perspectiva de la fecha del acto ilícito, como, por ejemplo, la expropiación ilegal, sino que deberá tenerse en cuenta los hechos posteriores al menos hasta la fecha del laudo (Marboe, 2006, p. 757).

Cierto sector de la jurisprudencia, así como el árbitro Brigite Stern en su opinión disidente, señala que un argumento de apoyo para el enfoque *ex ante* —que se basa en poner al inversionista en la misma situación en que hubiera estado al momento de la expropiación— es justamente que la fecha de expropiación es la única que se relaciona objetivamente con la controversia y es totalmente coherente con la decisión de Chorzów[218].

Doctrinarios como Abdala y Spiller mencionan que son muchas las ventajas que presenta el enfoque *ex post*: a) permite no solo calcular el valor residual de la inversión después de las medidas, sino también capturar cualquier valor elevado debido a las mejores condiciones comerciales de las que se privó a los inversores debido a las medidas estatales; b) proporciona incentivos para que los Estados no actúen de manera oportunista con medidas contra la inversión extranjera cuando se espera que mejoren las condiciones comerciales, actuando como un elemento disuasorio; y c) su uso proporcionará estimaciones de daños precisas y adecuadas dado que desentraña los daños reales a medida que pasa el tiempo (Abdala y Spiller, 2008, 115).

[218] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 81.

En esta parte, quisiéramos detenernos en analizar la forma en que el uso de la información *ex post* también es importante para prevenir expropiaciones oportunistas por parte de los Estados. Un ejemplo que destaca Abdala y Spiller es respecto a las decisiones políticas aplicadas en Argentina. Por las mismas razones oportunistas, se elevaron las retenciones a la exportación sobre los precios del crudo, a pesar de compromisos previos en contrario (Abdala y Spiller, 2008, p.113).[219] Vale efectuar una salvaguarda: según Ratner, las expropiaciones oportunistas son aquellas expropiaciones en las que el Estado cree que obtendrá más beneficios con la inversión bajo su control que con la inversión bajo el control del inversor (Ratner, 2017, p. 34). En tal sentido, nos comenta este autor que, si tanto el Estado como el inversionista saben que es probable que la inversión genere más ganancias de las esperadas originalmente, esa expectativa se incorporará al valor de la inversión.

Un ejemplo de lo señalado en el párrafo anterior es el caso *LG & E vs. Argentina*. En este caso, Argentina llevó a cabo el proceso de privatización de los hidrocarburos a principios de la década del año 1990; se comprometió a no imponer tasas o retenciones. Sin embargo, a principios del año 2002, el Congreso dictó la Ley N° 25 561, Ley de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario, conocida como la Ley de Emergencia. Mediante esta ley se le autorizó al gobierno imponer retenciones a los hidrocarburos a través del Decreto 310 del año 2002 Argentina[220]. Este estableció inicialmente el impuesto de retención para las exportaciones del petróleo en un 20%; sin

[219]Cuando Argentina llevó a cabo el proceso de liberalización y privatización de los hidrocarburos a principios de la década de 1990, se comprometió a no imponer tasas, derechos, derechos o retenciones a las exportaciones. Ver Decreto 1589/1989, art. 3. Sin embargo, a principios de 2002, la Ley 25.561 autorizó al gobierno a imponer retenciones a la exportación de hidrocarburos. Argentina estableció inicialmente el impuesto de retención para las exportaciones de petróleo crudo en un 20 por ciento.

[220] *LG & Energy Corp., LG & E Capital Corp., LG & E International INC. vs. Argentina*, (Caso CIADI No. ARB/02/1), Laudo Final, 25 de julio de 2007, parrafo 15-

embargo, la tasa de retención se incrementó hasta en un 45% el 4 de agosto del año 2004.

Otro ejemplo de una expropiación oportunista podría ser la conducta de los Estados que se materializa en expropiar a los inversores en los sectores de recursos naturales cuando suben los precios de las materias primas donde los Estados instan a los inversionistas a que afronten las pérdidas si los precios se desploman, como sucedió en el caso *Rusoro vs. Venezuela* (Sim, 2018, p. 226). En este caso, se explica que por ningún motivo se debería alentar a los Estados a expropiar cuando el precio de las materias primas está en su valor máximo, debido a que en este caso Venezuela decidió expropiar de manera ilícita la inversión de Rusoro en el momento en el cual el oro y el valor de los productores de oro habían alcanzado su pico[221]. El tribunal arbitral estuvo de acuerdo con la posición de la demandante en que el beneficio se desprende del riesgo y sería inequitativo permitir que el Estado expropie la inversión de Rusoro por el monto invertido, y cosechar los beneficios de la decisión tomada por Rusoro de invertir en el sector aurífero venezolano.

Del ejemplo del caso *Rusoro vs. Venezuela,* se puede rescatar un tema de reflexión: ¿a qué parte le corresponde la asignación de riesgos? Justificar el traslado del riesgo como, por ejemplo, las fluctuaciones en el valor del bien expropiado al Estado, debido a que fue quien cometió el hecho internacionalmente ilícito, alude al hecho de que el demandante fue privado de su derecho de vender o mantener el activo. Si bien nuestra postura, según la casuística, es evitar que los Estados se favorezcan de las

[221] *Rusoro vs. Venezuela,* Caso CIADI No. ARB/12/5, Laudo final, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.

expropiaciones oportunistas de ellos mismos, también es de nuestro interés el enriquecimiento o privación injusta de cualquier de las partes. Por ello, parece oportuno destacar que podría ser que los tribunales investiguen no solo la conducta de los Estados, sino también la *conducta de los inversionistas respecto al activo expropiado.*

Asimismo, según lo señalado por Irmgard Marboe, solo mediante un enfoque *ex post* es posible llegar a una reparación total (Marboe, 2017, 3.324). Además, otra ventaja que rescata la profesora la autora es que la mitigación de daños solo puede ser posible con el uso de información *ex post* (Marboe, 2017, 3.255-3.256). Aunado a esto, doctrinarios como Abdala y Spiller señalan, igual que la profesora Marboe, que otra ventaja de utilizar información *ex post* es que los eventos posteriores brindan información sobre hasta qué punto el inversionista ha podido mitigar los daños, lo cual adapta el desempeño de la empresa afectada a las nuevas circunstancias (Abdala y Spiller, 2008, p. 118).

Mediante el uso de información *ex post*, los expertos cuánticos y tribunales arbitrales pueden medir el alcance de las ganancias económicas inesperadas obtenidas por los Estados que han actuado de manera oportunista e impuesto medidas sobre inversiones cuyas condiciones comerciales resultaron ser mejores de lo esperado o simplemente percibidas como demasiado rentables (Abdala y Spiller, 2008, p.113).

Es un hecho que, cuando se trata de valoración de daños, los TBI normalmente se refieren al concepto de valor justo de mercado de la inversión afectada justo antes o en el momento de la expropiación. Asimismo, los TBI no contienen un lenguaje explícito

sobre cómo medir la compensación en casos de expropiación indirecta[222].Aunque la premisa recientemente mencionada no sea la más feliz, pareciera ser una realidad ya que, en los laudos arbitrales analizados, este concepto cobra fuerza en la práctica. En ese sentido, la expropiación es comúnmente valorada considerando el valor justo de mercado en la fecha en que los activos del inversionista fueron expropiados, utilizando únicamente la información y expectativas a esa fecha, por lo que se excluye o limita el uso de información *ex post*.

El razonamiento subyacente para excluir la información *ex post* es simple. Es preciso señalar que, a partir de la jurisprudencia internacional, podemos señalar que los argumentos que generalmente se invoca para refutar el método de valoración *ex post*:

El primer argumento se basa en que el enfoque *ex post* puede romper la cadena de causalidad, al permitir que la información *ex post*, como las fluctuaciones de mercado, afecten la valoración. El segundo argumento se basa en que el enfoque *ex post* puede resultar en que la indemnización por daños supere el valor razonable del que se privó al inversionista (Demuth, 2021, p. 210).

En atención al párrafo antes señalado, es preciso enfatizar que una de las críticas al enfoque *ex post* es que tiene un efecto punitivo. Ello ocurre a raíz de la posibilidad de que las Demandantes elijan entre una valuación a la fecha de la expropiación y una valuación a la fecha del laudo. El caso *Yukos vs. Rusia* generalmente se cita para

[222] Véase, por ejemplo, el TBI entre los Estados Unidos y la República de Turquía, art. III: "La compensación será equivalente al valor justo de mercado de la inversión expropiada inmediatamente antes de que se tomará o se conociera la acción expropiatoria". Véase también TBI Estados Unidos – Jamaica, art. III; TBI Reino Unido – Albania, art. 5; y TBI Francia-Chile.

respaldar que el uso del enfoque *ex post* está sesgado a favor del demandante en tanto el tribunal arbitral sostuvo que, en el caso de una expropiación ilegal, los demandantes tienen derecho a elegir la fecha de expropiación o la fecha del laudo como fecha de valuación[223]. El tribunal argumentó su decisión a partir de que está justificada por el derecho internacional consuetudinario y a partir de un análisis sobre qué parte debe asumir el riesgo y disfrutar los beneficios de los eventos imprevistos que conducen a un cambio en el valor del bien expropiado entre el momento de la fecha de expropiación y la emisión del laudo arbitral[224]. No obstante, John Branson (Branson, 2016, p.28) en armonía a la postura de la profesora Stern señalan que otorgar a los demandantes la opción de seleccionar la valoración más alta para un activo expropiado ha sido descrito como una forma en que se aplique los daños más severos al Estado demandado[225]. Esto se asemeja a los daños punitivos, que están excluidos del derecho internacional.

Esta crítica de que el enfoque *ex post* tiene un efecto punitivo carece de fundamento por dos razones. En primer lugar, tal como lo manifestó el tribunal arbitral en el *caso Yukos vs. Rusia*, según lo regula el Artículo 35 de los Artículos de la Comisión de Derecho Internacional, un Estado responsable de una expropiación ilegal está, en primer lugar, obligado a restituir colocando a la parte lesionada a la posición en la que no se hubiera producido la comisión del hecho internacionalmente ilícito. Esta obligación de restitución rige a partir de la fecha en que se dicte la sentencia. Solo en la medida que no sea posible reparar el daño causado por la restitución, el Estado tiene la obligación de

[223] *Yukos v. The Russian Federation*, PCA Case No. AA 227, Laudo Final, 18 de julio de 2014 párrafo 1763.
[224] *Yukos v. The Russian Federation*, PCA Case No. AA 227, Laudo Final, 18 de julio de 2014, párrafo 1763.
[225] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non-Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID Case No. ARB/06/2, párrafo 56.

indemnizar de conformidad con el artículo 36 de los Artículos sobre la Responsabilidad del Estado de la CDI. Así, este artículo 36 tiene un carácter puramente compensatorio y excluye los daños punitivos. Aunado a ello, el comentario del artículo 36, señala que la indemnización no tiene por objetivo castigar al Estado responsable ni tampoco tiene un carácter punitivo (Crawford, 2004, p. 263).

En segundo lugar, según el tribunal arbitral en el caso *Yukos vs. Rusia*, una de las consecuencias para la aplicación del artículo 35 y el artículo 36 es que los inversionistas deben de gozar los beneficios de los eventos no anticipados que aumenten el valor de un bien expropiado hasta la fecha del laudo[226]. Si aumenta el valor del bien expropiado durante el periodo de la fecha de la expropiación a la fecha del laudo, como sucedió en el caso *ADC vs. Hungría*, cuyo valor de la inversión aumentó después de la fecha de la expropiación, de fecha 01 de enero de 2002, los demandantes tendrían el derecho de obtener un monto de daños que refleje el aumento en el valor del bien expropiado en virtud del principio de restitución consagrado en el artículo 35 de los Artículos sobre Responsabilidad del Estado[227]. Por ello, cuando el valor del activo expropiado ha aumentado después de la fecha de la expropiación, el enfoque *ex post* deberá tenerse en cuenta en la valoración para evitar el enriquecimiento injusto del Estado (Sim, 2018, p. 230). Como hemos señalado, la premisa anterior es congruente con el principio de restitución de que los daños solicitados por los demandantes deberán incluirse las ganancias obtenidas por la parte infractora, es decir, el Estado demandado (Sim, 2018, p. 231). Así, en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, el tribunal arbitral determinó que el inversionista habría continuado recaudando flujos de efectivos por sus actividades

[226] *Yukos v. The Russian Federation,* (PCA Case No. AA 227), Laudo Final, 18 de julio de 2014, párrafo 1768.
[227] *ADC VS. Hungría*, (Caso CIADI No. ARB/03/16), Laudo 02 de octubre de 2006, párrafo 496.

mineras como si no hubiese sido expropiada[228]. Por ello, en el valor de la inversión, se tomó en cuenta el aumento de la inversión después de la fecha de expropiación.

En la práctica, sin embargo, el uso de información *ex post* para calcular los daños ha sido aceptado sólo en algunos casos de arbitraje internacional. Más recientemente, en *CMS vs. Argentina,* el panel consideró la información *ex post* para determinar el valor residual de la inversión de CMS que había sido tratada injustamente.[229]

Del mismo modo, en líneas anteriores, se señaló que el uso de factores retrospectivos —es decir, la adopción de un enfoque *ex post*— puede tener un impacto enorme en el monto de la compensación. Dicha premisa es coherente con el razonamiento del tribunal arbitral que adoptó un enfoque *ex post* en el caso *Yukos vs. Rusia*. El tribunal justificó su enfoque argumentando que los inversionistas debían disfrutar los beneficios de eventos imprevistos que aumenten el valor de un activo expropiado, porque ese aumento sigue siendo parte de lo que el inversionista perdió a través de la acción ilegal del Estado[230]. Sin embargo, el tribunal afirmó que los inversionistas no corren el riesgo de que eventos anticipados disminuyan el valor de un activo expropiado porque, en ausencia de la expropiación, el inversionista podría haber vendido el activo en una fecha anterior al valor más alto[231].

[228] *Quirobax S.A. y Minerales vs. Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 313.
[229] *CMS Gas Co. Vs Argentina*, (Caso CIADI ARB / 01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005.

[230] *Yukos v. The Russian Federation,* (PCA Case No. AA 227), Laudo Final, 18 de julio de 2014, párrafo 1767.
[231] *Yukos v. The Russian Federation,* (PCA Case No. AA 227), Laudo Final, 18 de julio de 2014, párrafo 1768.

El caso *Yukos vs. Rusia* representa cómo el monto por compensación por daños puede variar sustancialmente por consecuencia de la elección de la fecha de expropiación o la fecha del laudo. Asimismo, este caso representa por qué se justificaría el traslado de riesgo como las fluctuaciones en el valor del bien expropiado al Estado, bajo el principio de reparación integral (Lavaud y Recena Costa, 2016, p.61). En ese sentido, el tribunal arbitral observó que una justificación para asignar el riesgo al Estado de una depreciación en el valor del activo expropiado a la fecha del laudo se basa en lo siguiente: en ausencia de una expropiación, el inversor podría haber vendido el activo en una fecha anterior, como se explicó en el párrafo anterior[232].

De hecho, como señaló el tribunal, la valoración de la inversión a la fecha del laudo resultó en un monto superior a tres veces el valor de la inversión en la fecha de la expropiación o una diferencia cuantitativa de caso USD 45 millones[233].

No obstante, hay fuertes razones por las cuales los tribunales de inversión no deberían excluir la información *ex post* (Sim, 2018, p. 225). Una razón es que se evitaría que los gobiernos se enriquezcan injustamente al expropiar activos antes de que las condiciones comerciales mejoren. Así, la información *ex post* puede prevenir el enriquecimiento injusto del Estado expropiador al reflejar las mejores condiciones comerciales para el inversionista.

[232] *Yukos v. The Russian Federation,* (PCA Case No. AA 227), Laudo Final, 18 de julio de 2014, parrafo 1768.
[233] *Yukos v. The Russian Federation,* (PCA Case No. AA 227), Laudo Final, 18 de julio de 2014, párrafo 1826.

Otra razón es que, a partir de la casuística arbitral sobre las expropiaciones ilegales, se infiere que la información *ex post* se utilice para trasladar los riesgos adversos al Estado que expropió (Sim, 2018, p. 226). De lo contrario, se alentaría a los Estados a expropiar a los inversores en los sectores de recursos naturales, como el caso del sector minero, cuando suban los precios de las materias primas[234]. Mientras, los inversores tendrían que soportar las pérdidas si los precios se desploman, como sucedió en el caso *Rusoro vs. Venezuela*[235].

Un caso que resulta interesante de señalar es *Crystallex vs. Venezuela*. En este caso, el tribunal arbitral reconoció que la reparación integral se obtiene considerando que la fecha de valoración se fije en la fecha del laudo[236].

Como se ha argüido, de los casos antes señalados, el principio de reparación integral bajo el derecho internacional consuetudinario favorece fuertemente el uso del enfoque *ex post* para las expropiaciones ilegales. El uso de este enfoque tiene diversas ventajas; no obstante, su mayor inconveniente es que podría inflar el valor de los daños como resultado de eventos posteriores a la expropiación, como en el caso *Yukos vs. Rusia.*

La posibilidad de tener en cuenta o no el enfoque *ex post* dependerá finalmente de la interpretación de cada tribunal y de la interpretación de la redacción de las disposiciones sobre expropiación en cada tratado de inversión. En ese sentido, como propuesta, se podría estipular expresamente un mecanismo de valoración de daños en casos de expropiaciones ilegales y expropiaciones indirectas en el marco del TBI.

---

[234] *Rusoro vs. Venezuela (Caso* CIADI No. ARB/12/5), laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.
[235] *Rusoro vs. Venezuela* (Caso CIADI No. Arb/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.
[236] *Crystallex vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 843.

2.3.3.3 El impacto del caso *ADC vs. Hungría* en sucesivas decisiones de tribunales arbitrales del CIADI

El caso *ADC vs. Hungría* marcó un hito importante en la casuística arbitral del CIADI. El método adoptado por el tribunal para evaluar la adopción de un enfoque *ex post*.

El tribunal arbitral determinó que las expropiaciones ilegales no están sujetas a las disposiciones de compensación de los tratados de inversión, sino que está sujeta al derecho internacional consuetudinario. Lo anterior se refleja en el caso de Fábrica de Chorzów, esto es, en tanto se determinó que el Estado había violado el TBI de Hungría y Chipre en lo concerniente al propósito público y que no estuvo acompañada de compensación. El tribunal determinó que la fecha apropiada para la valuación era la fecha del laudo. Se usó el DCF y estimó la compensación por daños a un monto ascendente a USD 76,2 millones.

En el caso antes señalado, el tribunal calculó la compensación a la fecha del laudo, asignando a los demandantes las ganancias adicionales que hubieran obtenido si el aeropuerto se hubiera quedado con ellos. Desde ADC, varios tribunales han respaldado este enfoque, pero se negaron a utilizar una fecha de valoración actual porque no habría tenido ningún impacto en el caso que nos ocupa.[237] Un aspecto para tener en cuenta es que la una práctica de mover la fecha de valoración no ha estado libre de críticas.

[237] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 843.

George Abi Saab y Brigitte Stern presentaron extensas opiniones disidentes en ConocoPhillips y Quiborax.

En el caso *ADC vs. Hungría,* el tribunal arbitral señaló que un TBI puede considerarse como una *lex specialis* cuyas normas prevalecerán sobre las normas del derecho internacional consuetudinario.

El tribunal, en el presente caso, determinó que el valor de la inversión después de la fecha de expropiación (01 de enero de 2002) ha aumentado considerablemente, mientras que otros arbitrajes que aplican el estándar de la Fábrica de Chorzów involucran invariablemente escenarios donde ha habido una disminución en el valor de la inversión después de la interferencia regulatoria[238].

La decisión en el caso *ADC vs. Hungría* tuvo como impacto, en el caso *Siemens vs. Argentina*, que adoptó un enfoque similar al caso *ACD vs. Hungría* y en el caso *Amco Asia vs. Indonesia*.

En el caso *Siemens vs. Argentina*, el reclamante solicitó el valor justo de mercado de su inversión expropiada y calculó la fecha de valoración con fecha anterior a la fecha de expropiación del 18 de marzo de 2001. Además, buscó una compensación adicional bajo el estándar de la Fábrica de Chorzów. Por ello, solicitó que el método de valuación sea bajo el valor contable de los activos expropiados más las ganancias de futuras

[238] *ADC Affilliate Limited & ADC & ADMC Management Limited vs. La República de Hungría, (*ICSID Case No. ARB/03/16), Laudo, 2 de octubre de 2006, párrafo 496.

pérdidas (lucro cesante) que la empresa habría obtenido si le hubiese permitido continuar operando y los daños emergentes adicionales para satisfacer este estándar.

2.3.4. Enfoque del análisis del mineral

El enfoque del análisis del mineral se refleja en el caso *Crystallex vs. Venezuela*, cuyo mineral sujeto a análisis es el oro. Este fue el mineral menos sujeto a la dinámica ordinaria de la ley de la oferta y la demanda, y a las fluctuaciones del mercado. En adición, según el tribunal, se determinó que el oro es un activo cuyas ganancias futuras se pueden estimar con mayor certeza. Adicionalmente, los proyectos de oro están sujetos a menor incertidumbre por las particularidades del mercado de oro, según afirma el tribunal arbitral en el caso *Baghat vs. Egipto*[239].

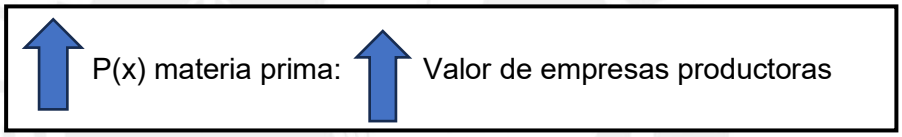
Ahora bien, es pertinente centrar el estudio también en el caso *Rusoro vs. Venezuela*. Existen dos criterios que el tribunal empleó para determinar el valor justo de mercado de la inversión de Rusoro: (a) análisis del mercado aurífero internacional y el valor de las empresas productoras de oro, y (b) el monto realmente invertido por Rusoro.

Es importante preguntarnos qué generó impacto en el valor de activo de Rusoro. Para responder eso, podríamos basarnos en dos particularidades: primero, que Rusoro es una sociedad que cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto, mercado respetado y adecuadamente regulado que se especializa en la cotización y negociación de empresas mineras; segundo, la empresa de Rusoro se limitaba a la exploración, extracción y producción de oro en un único país, Venezuela. Por tanto, al momento de

[239] *Mohamed Abdel Raouf Baghat vs. Egipto, (*PCA Caso No.2012-07), Laudo, 23 de diciembre de 2019, párrafo 444.

la expropiación, los únicos activos de Rusoro eran tres proyectos de producción aurífera en Venezuela, con más de cinco millones de onzas de reservas de oro, y más de diez millones de onzas de recursos auríferos adicionales.

Respecto a este mineral en específico, el oro, el valor del proyecto de la empresa minera aurífera está estrechamente relacionado con el precio del oro. Cuanto más alto sea el precio de la materia prima, más alto será el valor de las empresas productoras de oro (y viceversa).



Sin embargo, el incremento en el valor de las empresas estuvo desfasado respecto de los aumentos en los precios del oro, debido a que los impuestos sobre las ganancias y las regalías por los Estados receptores aumentan desproporcionadamente en favor de este. La relación y el desfasaje pueden observarse en esta figura, la cual muestra la evolución del precio del oro frente a la valoración de la empresa aurífera.

En este caso, se pudo reflejar que Venezuela decidió expropiar las inversiones de Rusoro en Venezuela el 16 de septiembre de 2011, es decir, menos de un mes después

de que el oro alcanzara su pico histórico de USD 1.838/oz. El tribunal arbitral señaló que el valor de las empresas auríferas está estrechamente relacionado con el valor del oro[240]. Esto implica que, en la fecha de la expropiación, el valor de Rusoro debe haber sido su valor máximo histórico.

Si analizamos la fecha de valoración tomando como fecha el mes de septiembre de 2011, ningún comprador con buena información sobre el sector aurífero de Venezuela hubiera estado preparado para comprar una empresa aurífera en ese país a un precio razonable. En ese sentido, es importante sintetizar los argumentos del tribunal arbitral para el análisis en torno valor justo de mercado del activo expropiado.

El primer argumento es que el valor del activo debería establecerse inmediatamente antes de la expropiación o al momento en que la expropiación propuesta se haga de conocimiento público. Por ello, el tribunal sostiene que el Estado debe pagar el valor justo de mercado como a aquel que pagaría a un tercero desinformado, sin conocimiento sobre las políticas previas a la expropiación del Estado[241].

Aunado a ello, el tribunal arbitral determinó que las restricciones que la intensidad regulatoria aumentó significativamente y más aún que Venezuela había emitido las medidas de 2009 y 2010, ello suponía que el factor de riesgo político elevado más las medidas impuestas de Venezuela sobre la exportación del oro podrían haber ocasionado un efecto paralizante sobre todo comprador[242]

[240] *Rusoro v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 658
[241] Ibid, párrafo 756.
[242] Ibid, párrafo 754.

El segundo argumento recae en que el tribunal arbitral define que son tres tipos de valoraciones las que se deberán analizar para evaluar el correcto valor genuino del activo expropiado. Estas son la valoración de la inversión ajustada, la valoración contable y la valoración del mercado máxima. Estas serán desarrolladas a continuación.

La valoración de la inversión ajustada

Este tipo de valoración se refleja en el valor que la inversión hubiera alcanzado en la fecha de la expropiación, simplemente como una consecuencia directa del aumento en el precio del oro y las empresas mineras auríferas.[243]

El monto de la valoración se calcula por el hecho de que Rusoro realizó cinco adquisiciones societarias e invirtió inicialmente USD 774,3 millones en la empresa venezolana[244]. Dicha inversión fue realizada cuando las valoraciones de las empresas auríferas y los precios del oro eran bajos, pero estaban en alza.

Ahora bien, cuando Venezuela decidió expropiar, lo hizo en el momento en que los precios del oro y los valores de las empresas auríferas habían alcanzado su pico histórico. Para esto, tendríamos que considerar que el oro, activo de la inversión, es un activo muy volátil y es susceptible de grandes oscilaciones en su valor, más aún dado que no se produjo ningún tipo de cambio en las condiciones a nivel micro ni macroeconómicos —es decir, no ocurrieron trastornos micro o macroeconómicos entre la inversión y la expropiación—. Por lo tanto, la evolución del precio del oro aumentó

[243] *Rusoro v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, Párrafo 789
[244] *Rusoro v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 663.

significativamente debido a la naturaleza del mismo activo, lo que habría generado un incremento en el valor de la inversión a más de USD 1 128,7 millones.

Una evaluación adecuada de este punto gira en torno a que sería inequitativo permitir que el Estado expropie la inversión de Rusoro por el monto invertido y que coseche los beneficios de la decisión tomada por Rusoro de invertir en el sector aurífero venezolano en el momento oportuno.[245] De lo contrario, se animaría a que los Estados expropien a los inversores del sector de los recursos naturales cuando los precios de las materia primas aumentan, mientras que los inversores soportarían las pérdidas si los precios se desploman.

La valoración contable

El valor contable es aquel importe por el que un activo o pasivo se encuentra registrado en el estado de situación financiera (Apaza, 2011, p. 57). En el contexto anterior, el tribunal arbitral señaló que el valor contable es una cifra que se calcula del balance general de los estados financieros de Rusoro[246].

En ese sentido, es importante considerar con mayor precisión qué es un balance general a fin de examinar cual es la importancia de la valoración contable. Un balance general es un tipo de estado financiero que se basa en un resumen de la situación financiera de una empresa en determinado momento, por lo general al final de un año o trimestre. En este se incluyen los activos totales, es decir, la suma de los pasivos totales más el capital de los accionistas (Van Horne y Wachowicz, 2002, p. 126). Como nos comentan los

[245] *Rusoro v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5, Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.
[246] Ibid, párrafo 789.

autores Van Horne y Eachowicz, una crítica al uso del balance general es que muchas veces es necesario no sólo considerar las cifras que aparecen en el balance para analizar de manera correcta la situación financiera de la empresa. Esto se debe a que puede no ser una aproximación razonable del valor de las empresas para los accionistas, dado que muchas veces las cifras están arregladas (Van Horne y Wachowicz, 2002, p. 128).

Además, resulta también relevante el estudio de los elementos que conforma el balance general. Dentro de sus elementos, se encuentran los activos. Su conceptualización radica en ser recursos económicos de propiedad de una empresa donde se espera que beneficie operaciones futuras en forma de flujos de efectivo futuros positivos (Meigs, Haka y Bettner, 2000, p. 41). Los autores, asimismo, nos comentan que los activos pueden tener una forma física definida tal como edificios, maquinarias o inventarios de mercancía, como también una forma no física como las inversiones en bonos del gobierno y derechos de patente.

En adición, resulta útil analizar la clasificación de los activos como corriente y no corriente. Como ejemplo de los activos no corrientes, nombramos a las inversiones en valores, los inmuebles, maquinarias y equipos. Es decir, son activos fijos, con excepción del terreno que no es depreciable ni agotable durante su vida útil en la producción de bienes y servicios. Entre los activos fijos se encuentran el terreno, el edificio, maquinarias, muebles, etc. Los elementos del activo fijo tangible (edificios, maquinarias) con la excepción del terreno, se deprecian o pierden de valor debido a su utilización (depreciación) (Apaza, 2007, p. 193).

El término deterioro de activos, según la Norma Internacional de Contabilidad (en adelante, NIC 36)[247] (International Valuations standars, 2007), se refiere a que un activo está deteriorado cuando su valor en libros excede su cantidad recuperable. Dicha cantidad recuperable es el monto más alto entre el valor razonable de un activo menos los costos de venta (Apaza, 2011, p. 112). En ese sentido, el deterioro de valor se aplicará a los activos físicos e intangibles. Habiendo esclarecido el concepto de deterioro de un activo, cabe señalar que el tribunal arbitral sostuvo que en el año 2010 Rusoro decidió llevar a cabo un deterioro de USD 11 millones respecto del valor de sus propiedades mineras, lo cual se refiere a sus minas en operación.

El concepto de los activos y balance general fueron analizados en el razonamiento del tribunal arbitral en el caso *Rusoro vs. Venezuela*. Este examinó que los estados financieros fueron presentados al día 30 de septiembre de 2011, cuyo mes y año pertenece a la fecha en que se produjo la expropiación, exactamente al tercer trimestre del año 2011. En ese momento, el valor contable del negocio era de USD 959 millones. Esta estaba compuesta por dos ítems: (i) USD 674 millones en propiedades, planta y equipo, que representan los activos en forma física; y (ii) USD 285 millones en propiedades mineras, que representa también los activos de Rusoro[248].

El tribunal arbitral estuvo conforme con la postura de la demandante en tanto señaló que el Decreto de Nacionalización establecía que los inversores fueran compensados con un monto equivalente al valor en libros en las inversiones. Con ello, se estableció

[247] La Norma Internacional de contabilidad NIC 36 se refiere a la pérdida por el deterioro del valor de los activos.
[248] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 683.

que el monto por compensación que debía abonarse era el valor contable de las inversiones de Rusoro[249]. El tribunal arbitral determinó el valor contable de sus activos tomando en consideración el valor contable bruto, cuyo monto ascendió a USD 959 millones del cual se restó el valor ascendente a USD 51 millones por la depreciación. Dicha depreciación se reflejó en que Rusoro había adquirido a la empresa Gold Fields a finales del año 2007[250]. Resulta que, en el año 2008, antes de que Venezuela adoptara las medidas regulatorias y se aumentara el nivel de riesgo político, el mercado bursátil valorizó el patrimonio neto de Rusoro en la suma de USD 750 millones[251]. En ese sentido, la parte demandante indicó que, según las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIFs), se exigía que Rusoro deteriorase el valor de sus activos. Ello tendría como consecuencia que descienda el monto del valor contable (valorizado en un monto de USD 959 millones) si creía que el valor justo —esto es, el monto de USD 750 millones— era inferior al valor contable. Teniendo en consideración que Rusoro tenía como característica principal ser una sociedad que cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto, el precio de sus acciones descendió bruscamente. En consecuencia, Gold Field, empresa que también cotiza en la Bolsa, fue forzada, por las normas contables, a depreciar el valor atribuido a su tenencia de acciones, considerado este activo como un activo no corriente dentro del grupo de inversiones en valores. De allí parte el análisis de la depreciación del monto de los USD 51 millones[252].

[249] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 165 y párrafo 686.
[250] Ibid, párrafo 709.
[251] Ibid, párrafo 710.
[252] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 701.

La desventaja de solo usar este método de valorización, el valor contable, es que no refleja el aumento del precio del oro y de las empresas auríferas que existieron en el periodo entre la inversión y la expropiación. El tribunal arbitral le otorga un porcentaje del 25 %[253].

La valoración de mercado máxima

La valoración de mercado máxima es el resultado de la capitalización de mercado de Rusoro menos la deuda neta. Para eso, es necesario entender cuál es la conceptualización de una capitalización de mercado. En tal sentido, Villanueva nos señala que la capitalización bursátil o capitalización de mercado es el valor que el mercado asigna a todas las acciones emitida por una empresa inscrita en Bolsa (2007, p. 26). El método para calcular dicha capitalización es multiplicando el número de acciones emitidas en circulación por el precio de la acción. Dicha postura es concordante con el razonamiento que adoptó el tribunal arbitral en el caso *Rusoro vs. Venezuela*[254] (Villanueva, 2007, p. 26).

Cabe recordar que, a mediados del año 2008, el mercado bursátil valuó el patrimonio neto de Rusoro en USD 750 millones y, con ello, aumentó la capitalización de mercado tras la adquisición de Gold Fields y llegó a un pico histórico de USD 752,4 millones el 28 de febrero de 2008[255]. Luego, la capitalización de mercado se desplomó del monto de USD 752,4 millones a USD 106,8 millones el 5 de agosto de 2011, el día antes de

[253] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 789.
[254] Ibid, párrafo 708.
[255] Ibid, párrafo 710.

que el presidente Chávez anuncie que el gobierno de Venezuela nacionalizaría la industria minera de oro[256]. Dicha reducción en la capitalización de mercado reflejó la incertidumbre política por las medidas adoptadas del año 2009 y del año 2010 por el gobierno de Venezuela; por lo tanto, dicha reducción reflejó el aumento del riesgo país donde se incluye el riesgo político del país[257].

El cálculo de este tipo de valoración es resultado del incremento del *riesgo país*, elemento analizado en líneas anteriores en el presente capítulo. Debido a tal aumento, el mercado bursátil valuó el patrimonio neto de Rusoro en USD 700, 6 millones antes de que Venezuela adoptara las medidas de 2009 y 2010. A partir de eso, el tribunal arbitral determinó que la valorización de mercado máxima se refiere a la capitalización de mercado —conocida también como capitalización bursátil— de Rusoro en el punto histórico, es decir, un año después del año 2008, aproximadamente en 750 millones.

Habiendo analizado los tres tipos de valoración que tomó en consideración el tribunal: la valoración de mercado máxima, la valoración contable y la valoración de una inversión ajustada, señaló que el valor genuino de la inversión (58 concesiones y derechos mineros de diferentes empresas adquiridas para la exploración, y el desarrollo y la explotación de oro y otros minerales) de Rusoro al 16 de septiembre de 2011 es de USD 966,5 millones[258].

[256] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 709
[257] Ibid, párrafo 714.
[258] *Rusoro Mining Ltd.vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 790.

2.4 Valorizando el daño

2.4.1 Principales requisitos para que exista una obligación de un Estado en pagar una reclamación de compensación

A efectos de la presente investigación, daremos algunos alcances de los requisitos que deben ocurrir para que exista una obligación el Estado ante una reclamación de compensación por daños: certeza razonable y causalidad.

Certeza razonable

Como se está analizando en el presente capítulo, para que surja la obligación de compensar se debe analizar los siguientes aspectos: a) Los daños deben ser ciertos y debe haber certeza absoluta que exista un daño (por ejemplo, si a mí me expropian un proyecto minero, existe un daño, por lo que aquí el estándar es la certeza); y b) el daño tiene que haber sido causado por el Estado (es decir, debe haber un nexo causal, causalidad, junto al análisis del derecho internacional consuetudinario).

Para ilustrar la pertinencia del estudio de la certeza razonable, es importante comentar que un reto para los árbitros es decidir el grado de certeza que respalda un reclamo por oportunidades perdidas. Un claro ejemplo de cómo se analiza la certeza razonable es en aquellos proyectos en una etapa de desarrollo inicial en la industria minera, tal como lo señala el Dr. Ripinsky, experto cuántico, es el caso *Tethyan vs. Pakistán*. En este, se describe una situación en la que un inversor obtiene una concesión para la exploración y explotación de petróleo. En dicho contexto, se señala que el inversor correrá el riesgo de no descubrir petróleo y perder así la totalidad de su inversión. Tan pronto la campaña

de exploración resultó exitosa, desapareció el mayor riesgo de la inversión y se pudo predecir con certeza razonable el rango de ingresos que generará la concesión, incluso sin un historial previo de operaciones rentables. Considerando estas situaciones, se ha sugerido que el lucro cesante debería concederse cuando pueda demostrarse con certeza razonable y calcularse sobre una base racional, incluso si el reclamante es una empresa nueva.[259]

Como se evaluará en las decisiones arbitrales en la presente tesis, la cuestión clave es demostrar la certeza razonable de los ingresos si no hubiese ocurrido la violación al tratado bilateral de inversión (en adelante, TBI), como se puede advertir del caso *Crsytallex vs. Venezuela*.

La parte demandante señala que en el caso de Crystallex, en el yacimiento aurífero Las Cristina, es una inversión caracterizada por tener probabilidades razonablemente ciertas de rentabilidad. Indica la parte demandante que Crystallex estaba lista para comenzar las obras de construcción en Las Cristinas y abocarse a la producción. Asimismo, argumenta que es posible predecir con un grado considerable de certeza los ingresos futuros provenientes de reservas determinadas que se extraerán por medio de técnicas tradicionales de minería, como en el caso de Las Cristinas, aun cuando no exista un historial de producción anterior.[260] Por lo tanto, la defensa de la parte demandante se basa en sostener que el futuro comprador que quisiera determinar el valor de mercado del derecho a explotar Las Cristinas habría podido determinar, con alto grado de certeza, la cantidad de mineral de oro existente y la cantidad de oro que sería posible extraer

[259] *Tethyan v. Pakistán* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019,párrafo 216.
[260] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 733.

económicamente a los precios actuales de dicho metal. De esta forma, el flujo de ingresos que generaría Las Cristinas se podría predecir con seguridad.[261]

Como es evidente, al igual que en varios casos, los tribunales arbitrales se niegan a otorgar daños considerando el futuro, pues no existe la certeza razonable en las reclamaciones por expropiación de los inversores contra los Estados. Esto se debe a que los demandantes enfrentan un umbral muy alto de carga de la prueba. El nivel de certeza requerido para demostrar que una parte lesionada habría obtenido ganancias futuras obviamente es afectado por alguna contingencia futura que pueda o no ocurrir antes de que esas ganancias se materialicen.

Contrario a lo anterior, algunas posiciones son renuentes, como la del profesor Gotanda, quien señala que el principal desafío de exigir un alto nivel de certeza sobre el monto de los daños es que supondría una carga injusta a la parte lesionada y beneficiaría a la parte cuya conducta ilícita ha dificultado el cálculo de la pérdida, ya que lo califica como un muy alto umbral (Gotanda, 2007, p. 5). Sin embargo, consideramos que esta dificultad no es razón para declarar la imposibilidad de probar la certeza razonable. En respuesta a este desafío, la jurisprudencia arbitral ha avanzado en delinear ciertos criterios a raíz de los cuales puede desprenderse la existencia de esta certeza.

El caso *Vivendi vs. Argentina* resulta de gran relevancia para explicar este punto. En esta disputa relacionada con la expropiación de una concesión de servicios de agua, el tribunal arbitral expresó que, si bien la ausencia de un historial de rentabilidad

[261] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 755.

demostrada no excluye absolutamente el uso de la metodología de valoración DCF, para superar dicha ausencia, el demandante debe proporcionar pruebas convincentes de su capacidad para producir ganancias en las circunstancias particulares, como proporcionar ganancias de la concesión frente a los riesgos involucrados. El tribunal arbitral arribó a la conclusión de que la valuación futura basada en las ganancias, propuesta por la parte demandante, es demasiado incierta para respaldar el reclamo por daños ante la expropiación de la concesión, dado que el tribunal determinó que la concesión no era financieramente viable.[262] El tribunal arbitral rechazó una valuación de lucro cesante del método de flujo de caja descontado (en adelante, DCF) por falta de certeza; por otra parte, el tribunal arbitral determinó que la recuperación de las pérdidas de Vivendi sea en función a sus inversiones realizadas. [263]

Si bien son los tribunales arbitrales quienes aclaran en diversos laudos que los daños no son una ciencia precisa, los daños deben calcularse solo con una certeza razonable.

El principio de la certeza razonable también puede ser analizado a la luz de los Principios UNIDROIT que exige que el lucro cesante se establezca con un grado razonable de certeza. En tal sentido, el artículo 7.4.3. de los Principios UNIDROIT de los Contratos Comerciales Internacionales requiere que se establezca el daño con un grado razonable de certeza.

[262] *Compañía de aguas del Aconquija S.A. y Vivendi Universal S.A. vs. Argentina* (ICSID Case No. ARB/97/3), Laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 8.3.8
[263] *Compañía de aguas del Aconquija S.A. y Vivendi Universal S.A. vs. Argentina* (ICSID Case No. ARB/97/3), Laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 8.2.11

Artículo 7.4.3. –

1. Certeza del daño La compensación se debe solo por daños, incluidos los daños futuros que se establezcan con un grado razonable de certeza.
2. La compensación puede ser debida por la pérdida de una oportunidad en proporción a la probabilidad de que ocurra.
3. Cuando el monto de los daños no pueda establecerse con un grado de certeza suficiente, la evaluación queda a discreción del tribunal.

De la lectura del citado artículo, los tribunales aplican este principio cuando una empresa se encuentra en sus etapas iniciales y no tiene un historial consistente de rentabilidad. A partir de eso, los tribunales se niegan a aplicar el método de flujo de caja descontado, porque resultaría especulativo y supondría que la empresa estaba en curso.

Ahora bien, la existencia del daño debe estar estrechamente relacionada con su probanza. En ese sentido, una vez que se ha establecido dicha existencia, no se debería exigir al reclamante que pruebe su cuantificación exacta en tanto cualquier daño futuro es intrínsecamente de probar.

Resulta interesante resaltar que la idea de que no exija de forma absoluta al reclamante probar la certeza surge del hecho de que toda proyección financiera hacia el futuro tiene el carácter especulativo, tal como se analizó en el laudo dictado a raíz del caso *Amoco vs. Irán*, el cual refleja con elocuencia cómo el tribunal arbitral determinó que toda

proyección hacia el futuro y cualquier flujo de efectivo tiene un elemento de especulación, tal como lo reconoce el demandante.[264]

Con relación al elemento de la certeza razonable, esta puede analizarse desde el punto de vista del establecimiento de la rentabilidad futura por parte de la demandante.

Por ejemplo, en el caso *Crystallex vs. Venezuela*, la demandante logró probar su rentabilidad futura, ya que había completado la fase de exploración sin perjuicio de que, según los hechos del caso y del análisis del tribunal arbitral, sea indiscutible que Crystallex no tenía un historial probado de rentabilidad, porque nunca logró operar la mina. Sin embargo, el tribunal arbitral determinó que, durante los años que Crystallex estuvo activo en el terreno, esta había completado las actividades de exploración (perforación y pruebas) y los estudios de factibilidad muestran que la naturaleza del depósito era bien conocido.

En ese sentido, el tribunal arbitral determinó, además, que Crystalex[265] habría demostrado que tenía reservas probadas y probables estimadas en 16.86 millones de onzas de oro[266]. Por dichos motivos, el tribunal arbitral señala que uno de los criterios para cuantificar el valor de la inversión se puede determinar con base en los precios de

[264] *Amoco International Finance Corporation vs. The government of the Islamic Republic of Iran*, National Iranian Oil Company, National Petrochemical Company and Kharg Chemical Company Limited, Laudo Parcial No. 310-56-3, 1987, párrafo 262.
[265] Crystallex es un producto de oro con un historial exitoso de exploración, desarrollo y operación de propiedades mineras y minas en América Latina en particular en Brasil, Uruguay y Venezuela.
[266] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 192.

mercado y los costos bien conocidos en la industria. De esa forma, puede estimarse un grado de certeza razonable.[267]

La causalidad

El derecho internacional ha reconocido, desde hace mucho tiempo, a la causalidad como un elemento necesario para el deber de reparar ante un acto ilegal de un Estado. La reparación implica el deber de eliminar las consecuencias de la conducta ilícita y así restablecer la situación que habría existido de no ser por esa conducta.[268]

La causalidad es uno de los elementos que se analiza para la configuración de la existencia de un daño y está regulado en el artículo 31 del Proyecto de Artículos de Responsabilidad Internacional del Estado. Dicho artículo señala que el perjuicio debe ser consecuencia del hecho ilícito; no obstante, su regulación carece de una definición de causalidad. Un intento de conceptualizar a la causalidad es que se puede definir como una condición necesaria para incorporar un sentido de proporcionalidad en la obligación de reparar los hechos ilícitos, ya que es necesario que los tribunales evalúen la razonabilidad de exigir a una parte u otra parte que soporte la carga de las pérdidas cuando ocurren (Smutny, 2006, p. 4).

Al hablar de la causalidad, es importante mencionar que la parte que busca la reparación, esto es, incluido el daño, debe establecer un vínculo causal entre sus pérdidas y un hecho internacionalmente ilícito (Borzu, Duggal y Birch, 2018, p. 328). De

[267] *Crystallex International Corporation vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 abril 2016, párrafo 880.
[268] *Vivendi vs. Argentina* (ICSID Case No. ARB/97/3), Laudo, 2007, párrafo 8.2.7

esta manera, entendemos que la causalidad es un principio que está regulado en el artículo 31 del Proyecto de Artículos sobre responsabilidad internacional del Estado. La preguntar para evaluar la causalidad es la siguiente: ¿Qué perdió el inversionista por los actos ilícitos?

En ese sentido, es lógico dar una mirada a la jurisprudencia arbitral que brinda algunos elementos particulares en el análisis sobre la causalidad. En esa línea, en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, el tribunal arbitral analizó la causalidad en relación con las reclamaciones de reparación de los demandantes[269]. Esto consistió en razonar la procedencia o no de los daños pecuniarios solicitados por Quirobax respecto a la pérdida causada por la revocación de las concesiones; por medio de esto, solicitaba indemnización por el daño moral ligado a los actos de hostigamiento posteriores a la expropiación[270].

Caso de estudio: *Khan vs. Mongolia*

Analicemos el caso *Khan vs. Mongolia*, cuyos demandantes en este arbitraje fueron Khan Resources Inc., Khan Resources BV, y CAUC Holding Company Ltd. (colectivamente se les denominará a los demandantes como «Khan»). Su contraparte, los demandados, fueron el gobierno de Mongolia y Monatom LLC (colectivamente se les denominará «los demandados»). En este caso, la causalidad es analizada desde la óptica de los demandados, señalando que la causalidad entre las violaciones del derecho internacional y de Mongolia, y cualquier pérdida, no se han probado, porque no

[269] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 331

[270] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 273, 287.

hay evidencia de que Khan pudieran haber hecho rentable la mina. En consecuencia, los demandados argumentaron que la inversión del demandante no tenía valor y que no se deberían otorgar daños (o, a lo sumo, la compensación debería limitarse a la inversión ya realizada por los Demandantes).[271]

Dicha premisa de los demandados se basa en que la mina aun no habría entrado en producción, esto es, el proyecto minero Dornod. No obstante, el tribunal arbitral consideró que el proyecto minero en sí mismo tenía valor inherente a la fecha de valuación. Un aspecto relevante que el tribunal arbitral analiza es cuál era el valor de mercado de la mina en la Fecha de Valoración, antes de los incumplimientos de los demandados.

Continuamos explorando la jurisprudencia arbitral encontramos que en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, y la opinión disidente del profesor Stern, se ha reconocido claramente la necesidad de un nexo de causalidad. Por medio de dicho nexo, en general se acepta la causalidad fáctica, pero esta no es suficiente en tanto se requiere un elemento adicional; este criterio es denominado como previsibilidad.[272]

La aplicación del término de previsibilidad es otro de los temas más frecuentemente analizados por la doctrina y jurisprudencia en el caso *Quirobax vs. Bolivia* (Borzu, Duggal y Birch, 2018, p. 331). En este caso, el tribunal arbitral determinó que Bolivia era responsable de expropiar ilegalmente la inversión de la demandante. La mayoría del

[271] *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. & CAUC Holding Company Ltd. vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo sobre fondo, 2 de marzo de 2015, párrafo 376.
[272] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 381.

tribunal arbitral trasladó la fecha de valoración a la fecha del laudo; esto se hizo bajo una valuación *ex post*, lo que implica evaluar el valor en la fecha del laudo, en principio utilizando datos *ex post*[273]. No obstante, bajo el análisis del árbitro Stern, quien adoptó su opinión disidente, dicho enfoque no es el apropiado por ser los datos no seguros, no apropiados ni disponibles.

La adopción del enfoque *ex post*, decisión tomada por la mayoría del tribunal arbitral, permitió a la demandante utilizar la retrospectiva para evaluar los daños y tomar en cuenta todos los eventos que tuvieron un impacto en el valor, incluidas las fluctuaciones en el mercado de la ulexita.[274] Ahora bien, debido a que los precios de esta se habían apreciado después de la expropiación, esto aumentó el valor de la inversión; además, dado que la mayoría del tribunal indicó que las fluctuaciones en el mercado eran previsibles, estas debían tenerse en cuenta al evaluar los daños. Este punto entre la diferencia del enfoque *ex ante* y *ex post* se discutirá en el tercer capítulo.

Ahora bien, para entender el razonamiento de los miembros de la mayoría del tribunal arbitral en el caso *Quirobax vs. Bolivia*, debemos referirnos al hecho de que un acto ilícito puede causar un daño particular de hecho.

[273] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 370.
[274] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 383.

Sin embargo, si el vínculo de hecho entre el acto y el daño se compone de una cadena atípica de eventos que objetivamente no podría haberse previsto que resultarían del acto, el daño puede no ser recuperable, tal como razona la mayoría del tribunal en el caso *Quirobax vs. Bolivia*[275]*.* Ellos enfatizan que, respecto a la expropiación de una empresa en funcionamiento, esto parece objetivamente capaz de causar la pérdida de beneficios futuros que pueden fluctuar según la evolución de la economía y el mercado. En otros términos, sí considera que las fluctuaciones en el mercado son objetivamente previsibles, dado que las pérdidas de ganancias futuras determinadas por estas fluctuaciones son previsibles.

Por otro lado, la opinión disidente de este laudo arbitral se centra en la premisa de sostener que las fluctuaciones del mercado no son una consecuencia previsible del acto ilegal y, por tanto, sólo constituyen un evento externo, es decir, una externalidad[276]. En ese sentido, al ser estas fluctuaciones eventos posteriores al hecho ilícito (información *ex post*) que pudieran haber causado una disminución o aumento del daño sufrido, no deberían ser tenidas en cuenta al calcular la reparación debida.[277]

Por otro lado, en el caso *Crystallex*, con respecto a la relación de causalidad, el tribunal señaló que la compensación por violación de un tratado sólo podrá exigirse al Estado

[275] *Quirobax vs. Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2, Laudo, 16 de septiembre de 2015, párrafo 383.
[276] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non-Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), párrafo 99.
[277] Professor Brigitte Stern's Partial Dissenting Opinion in *Quiborax S.A., Non- Metallic Minerals S.A. and Allan Fosk Kaplún v. Plurinational State of Bolivia*, (ICSID Case No. ARB/06/2), párrafo 101.

demandado si existe un nexo causal suficiente entre el incumplimiento del tratado por parte de dicho Estado y la pérdida sufrida por la parte demandante, de conformidad con el derecho internacional[278].

En el caso Crystallex, la parte demandante sostuvo que logró probar el vínculo causal suficiente entre las pérdidas, esto es, la reducción y destrucción del valor de su inversión y el hecho internacionalmente ilícito por las siguientes razones: (i) las medidas de Venezuela destruyeron la totalidad de la inversión, (ii) Crystallex habría obtenido financiamiento para la fase de exploración minera, (iii) Crystallex tiene un historial comprobado de operación en minas de oro en Venezuela. Por dichas razones, la parte demandante señaló que los daños materia de reclamación en el arbitraje no eran especulativos[279]. Por otro lado, la parte demandada sostuvo que los daños reclamados eran inherentemente especulativos debido a que las ganancias futuras de la demandante no tenían en cuenta los riesgos que enfrentaba el proyecto minero[280].

El tribunal arbitral, en primer lugar, señaló con respecto a la causalidad que, según el derecho internacional, la violación de un tratado solo será materia de una indemnización si existe un nexo causal suficiente entre la violación del tratado por parte del Estado anfitrión y la pérdida sufrida por el reclamante[281]. En segundo lugar, el tribunal determinó

[278] *Crystallex International Corporation vs. República Boliviariana de Venezuela,* (Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 860.
[279] *Crystallex International Corporation vs. República Boliviariana de Venezuela,* (Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 740.
[280] *Crystallex International Corporation vs. República Boliviariana de Venezuela,* (Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 750.
[281] *Crystallex International Corporation vs. República Boliviariana de Venezuela,* (Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 860.

que las pérdidas sufridas por Crystallex resultaron de la destrucción de su inversión y se produjeron a causa de los actos ilícitos de la demandada durante el proceso de obtención de permisos, esto es, la denegación del permiso a Crystallex para que pueda explotar la mina[282].

2.4.2. Límites a la compensación en los proyectos de inversión minera en etapa temprana

Del presente apartado, se desprende la siguiente pregunta: ¿Hay alguna razón para reducir el monto de la indemnización?

Una respuesta se basa en la aplicación de los principios que limitan la compensación. Para ello, el análisis de la presente sección tiene como objetivo primordial analizar cómo los principios culpa concurrente y mitigación de daños tienen el efecto de limitar el monto de la compensación a otorgar. La finalidad del análisis, tanto a nivel doctrinario como casuístico, será evitar la compensación excesiva de un demandante, lo cual sería contrario a los principios de reparación en los que se basan los laudos arbitrales de inversión. Dado que no existe un precedente vinculante sobre qué factores deban ser analizados en cada principio, en tanto ello dependerá del estudio caso por caso, se pretende esclarecer un panorama a raíz de una discusión doctrinaria y jurisprudencial.

Como se analizará más adelante, algunos tribunales arbitrales han encontrado útil el marco de la Guía de Valoración CIMVAL y, en algunos casos, han reducido el monto de la compensación reclamada en atención a los principios que se estudiará a continuación.

[282] *Crystallex International Corporation vs. República Bolivariana de Venezuela,* (Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 862.

2.4.2.1 Culpa concurrente

La culpa concurrente, también denominada en la doctrina como negligencia contributiva, se invoca cuando un inversionista actúa de manera imprudente y/o ha ejercido un juicio comercial deficiente o inadecuado[283]. La doctrina de la culpa concurrente en el derecho internacional requiere que la parte que aboga por su aplicación demuestre —además de la contribución al daño del inversionista— que la conducta u omisión voluntaria o negligente del inversionista contribuyó, en gran medida, al daño sufrido y fue, por lo tanto, causa directa de dicho daño. También debe existir una relación de causalidad suficiente entre la acción u omisión voluntaria o negligente y el daño, conforme al Artículo 31 de la Comisión de Derecho Internacional[284].

Como señala la doctrina jurídica, el principio de culpa contributiva permite a un tribunal repartir la responsabilidad entre un demandante y un demandado cuando la conducta del demandante contribuyó materialmente a su pérdida (Miles y Weiss, 2021, p.99). La definición anterior incluye una referencia expresa a que se reconozca que la conducta debe ser intencional o negligente; por tanto, un tribunal puede tener en cuenta en qué medida la propia conducta de un demandante contribuyó a su pérdida si esa conducta fue irrazonable, imprudente o ilegal (Miles y Weiss, 2021, p.100).

Es importante, también, señalar que, la indemnización por daños y perjuicios puede reducirse si la víctima del hecho ilícito del Estado demandado también cometió una falta

[283] *MTD Equity Sdn. Bhd. y MTD Chile S.A. vs Chile* (Caso CIADI No. ARB/01/7), Laudo, 25 de mayo de 2004, p. 242.
[284] *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú*, (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 555.

que contribuyó al perjuicio que sufrió. Por medio de esta, el tribunal arbitral en el ejercicio de su discreción cuantificará los daños, conforme lo señalado por el Comité de Anulación en el caso *MTD vs. Chile*.[285]

La culpa concurrente es un principio jurídico que se encuentra regulado conforme el artículo 39 de la Comisión de Derecho Internacional (en adelante, CDI), y cuyo extracto del comentario de la CDI está redactado de la siguiente manera[286]:

> El artículo 39 trata de la situación en la que el daño ha sido causado por un hecho internacionalmente ilícito de un Estado, que por lo tanto es responsable del daño de conformidad con los artículos 1 y 28, pero cuando el Estado lesionado, o la víctima individual de la violación, ha contribuido materialmente al daño por algún acto u omisión doloso o negligente.

En este punto, es preciso detallar que los tribunales arbitrales tienen discrecionalidad para reducir el cálculo de los daños; de esta forma, los árbitros pueden tener un margen de estimación por cada caso. Sin embargo, ni en la doctrina ni jurisprudencia existe una fórmula o porcentaje por los cuales los tribunales deban reducir los daños por culpa concurrente.

[285] Decisión del comité de anulación, MTD vs Chile, párrafo 101.
[286] Artículos sobre la responsabilidad del Estado por hechos internacionalmente ilícitos con comentarios (Texto adoptado por la Comisión de Derecho Internacional en su 53º período de sesiones, en 2001), artículos 1 a 11 y 28 a 39, pág. 109

Antes de iniciar con el análisis de la culpa concurrente de los Demandantes en el caso *Yukos vs. Rusia,* es pertinente realizar una mirada a la jurisprudencia que han abordado el principio de culpa concurrente. Desde la jurisprudencia se han adoptado diferentes escenarios con relación a la culpa concurrente. De todas las decisiones arbitrales señaladas en el razonamiento del tribunal arbitral en el laudo a raíz del caso Yukos, es importante destacar algunas conclusiones donde se analiza la culpa concurrente de estos casos: (1) *Occidental Petroleum Corporation y Occidental Exploration and Production Company vs Ecuador*, (2) *MTD vs. Chile* y (3*) EDF International SA y Ors vs. República Argentina*.

Las conclusiones que se originan a partir de los casos antes señalados son las siguientes. Primero, no debe confundirse la culpa concurrente con el deber del inversor de mitigar sus pérdidas. En la jurisprudencia, existen casos donde se redujeron los daños del demandante porque el tribunal determinó que el inversionista no tomó algunas medidas razonables para minimizar sus pérdidas.[287] En segundo lugar, hay casos en los que la culpa concurrente del inversionista, si bien pudo haber aumentado la pérdida que sufrió, no estuvo relacionada con la conducta negligente del Estado.[288] En tercer lugar, la víctima contribuyó de manera sustancial a los daños posteriormente sufridos.[289]La culpa concurrente del inversionista en esos casos provocó la conducta ilícita del Estado.[290]

[287] *EDF International SA y Ors vs. República Argentina*, (CIADI, ARB/03/23), Laudo, 11 de junio de 2012, párrafo 1301.
[288] *MTD Equity Sdn. Bhd. y MTD Chile S.A. vs Chile* (Caso CIADI No. ARB/01/7), Laudo, 25 de mayo de 2004.
[289] *Occidental Petroleum Corporation y Occidental Exploration and Production Company vs. República de Ecuador*, (CIADI, ARB/06/ 11), Laudo, 5 de octubre de 2012, párrafo 824-825.
[290] *Yukos vs. Rusia* (PCA Case No. AA-227, laudo), 2014, párrafo 1603-1605.

Caso de estudio: *Yukos vs. Rusia*

El caso *Yukos vs. Rusia* constituye uno de los casos más controvertidos y emblemáticos en la casuística arbitral. El conflicto nace de la expropiación que realizó Rusia a la compañía Yukos. Las compañías socias de esta han sostenido, a lo largo de los años, que dicha expropiación fue lograda bajo presuntas arbitrariedades por parte de la autoridad competente en materia fiscal de aquella época en dicho Estado.

Es preciso indicar las principales razones a las que arribó el tribunal arbitral para determinar que existió culpa concurrente y, así, determinar si los daños causados a los demandantes por los actos ilícitos de Rusia debían reducirse por la mala conducta de la demandante, Yukos.

La Demandada invoca principalmente el principio jurídico de la culpa concurrente y argumenta que las Demandantes no establecieron que su pérdida fue causada por las acciones de la Federación Rusa en violación de sus obligaciones en virtud del Tratado de la Carta de la Energía (en adelante, TCE)[291]. Asimismo, Rusia argumentó que los Demandantes ignoraron el Artículo 39 de los Artículos de la CDI. Por lo tanto, el Tribunal tuvo que decidir si existe un nexo causal suficiente entre cualquier acto u omisión dolosa o negligente de las Demandantes (o de Yukos, que controlaban), y la pérdida de las Demandantes en última instancia sufrido a manos de la Federación Rusa por la destrucción de Yukos.

En efecto, el tribunal arbitral explicó que la elusión fiscal de Yukos en algunas de las regiones de impuestos hicieron posible que la Demandada invoque y se base en esa

[291] *Yukos vs. Rusia* (PCA Case No. AA-227, Laudo), 2014, párrafo 1595

conducta como justificación de sus acciones contra el Sr. Khodorkovsky y Yukos.[292] En consecuencia, a pesar de que el Tribunal había determinado que el presidente Putin y su administración utilizaron los problemas fiscales de Yukos como una justificación para poner en marcha un plan para llevar a Yukos a la quiebra, el Tribunal concluye que existe un nexo causal suficiente respecto el abuso del sistema por parte de Yukos, lo que desencadena una determinación de culpa concurrente por parte de esta empresa.

De tal modo, el tribunal arbitral arriba a la conclusión de que, como resultado de la mala conducta de las Demandantes y de Yukos, las Demandantes han contribuido en un 25% al perjuicio que sufrieron como resultado de la destrucción de Yukos por parte de la Demandada. El reparto de responsabilidad resultante entre las Demandantes y la Demandada fue del 25% y 75%, respectivamente.[293]

Caso de Estudio: *Cooper Mesa vs. Ecuador*

El caso *Copper Mesa vs. Ecuador* resulta de gran relevancia para explicar lo concerniente a la culpa concurrente. En este caso, el inversionista presentó una demanda ante el CIADI contra Ecuador debido a la terminación de las concesiones mineras, incluida la concesión Junín. Ecuador argumentó que esta concesión fue revocada debido a una modificación del régimen regulatorio minero en Ecuador, cuya medida fue con fines de política pública de protección al medio ambiente. En esta, el requisito de consultar a la población local era sobre la base de un estudio de impacto ambiental (EIA). Ecuador afirmó que el inversionista no logró obtener la aprobación de

[292] *Yukos vs. Rusia* (PCA Case No. AA-227, Laudo), 2014, Párrafo 1633.
[293] *Yukos vs. Rusia* (PCA Case No. AA-227, Laudo), 2014, Párrafo 1637.

las comunidades locales requerida para la aprobación del EIA, debido a la oposición de la comunidad en la región de exploración en la región Junín.

Debido a la oposición de las comunidades locales, el inversionista contrató fuerzas de seguridad privada para confrontar a las poblaciones que se oponían a sus actividades, lo que resultó en varios heridos. Dicha conducta fue examinada por el tribunal arbitral como un factor que contribuyó a la negligencia concurrente. La parte demandada, alegó que la conducta del demandante generó graves violaciones de los principios legales que rigen la responsabilidad social empresarial y la doctrina de las manos limpias. Esta indica que un tribunal no puede asistir a alguien cuyas acciones estén basadas en un acto ilícito, y cuyas acciones vulneren el orden público internacional, incluido el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y las Líneas Directrices de la OCDE.

Las pruebas presentadas determinaron que las acciones de la Demandante —incluidas las acciones ilícitas como respuesta de la posición negativa de los opositores al proyecto minero manifestado a través de actos violentos, como, por ejemplo, disparos, uso de hombres armados organizados en uniforme que usaron botes de gas lacrimógeno y dispararon contra los integrantes de las comunidades nativas lo que generó una mayor escala de conflicto social y — violaron el derecho penal ecuatoriano y aumentaron la tensión social[294]. Como resultado, el tribunal concluyó que el daño no fue causado únicamente por el demandado sino también por el demandante y redujo la indemnización otorgada en un 30%[295]. Finalmente, el tribunal arbitral concluyó que las

[294] *Cooper Mesa vs. Ecuador* (PCA Case No. ARB 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 4.265

[295] *Cooper Mesa vs. Ecuador* (PCA Case No. ARB 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 7.30

acciones de la compañía minera hacia las comunidades local habían aumentaron la escala del conflicto social, lo que tuvo un gran impacto en el razonamiento de los árbitros quienes decidieron reducir significativamente el monto de la compensación reclamada, y resolvieron otorgar daños bajo un método basado en costos por un monto de USD 19,4 millones, lo que representa aproximadamente la tercera parte de los USD 69,7 millones que el inversionista reclamó en su demanda arbitral (Ver Anexo 1 y Anexo 2)[296].

Caso de estudio: Bear Creek Mining Corporation

En el año 2007, las autoridades peruanas emitieron un decreto de necesidad pública autorizando a Bear Creek a adquirir los derechos sobre diferentes concesiones mineras que formaban el proyecto minero Santa Ana en una parte remota de la región de Puno, cerca de la frontera con Bolivia. El gobierno revocó los derechos adquiridos por la demandante en respuesta al malestar social que se estaba presentando en la región Puno sin haber notificado a Bear Creek.

En el arbitraje, Perú culpó a Bear Creek por el malestar social alegando que sus actividades de divulgación eran insuficientes y que no tenía licencia social para seguir con el desarrollo del proyecto minero. Por su parte, la demandante demostró haber implementado la participación comunitaria con las comunidades locales.

El tribunal concluyó que Perú no podía alegar que la conducta del inversionista contribuyó a la oposición social que envolvió el proyecto, porque las autoridades peruanas conocían, aprobaron y respaldaron las múltiples actividades de divulgación

[296] *Cooper Mesa vs. Ecuador* (PCA Case No. ARB 2012-2), Laudo, 15 de marzo de 2016, párrafo 7.32

del demandante, incluido su plan integral de participación ciudadana. Las pruebas demostraron que el Estado estaba en gran medida ausente de esta remota región. No obstante, el tribunal señaló que, debido a que el demandante incurrió en fallas como no haber obtenido la licencia social, fue considerado como un argumento para justificar la reducción significativa de los daños solicitados por la demandante de USD 522 millones a USD 18 millones.

En conclusión, si bien los tribunales internacionales de inversión están haciendo cada vez más referencia en sus laudos arbitrales a la licencia social como instrumento vital para que los inversionistas desarrollen sus proyectos mineros en el Estado anfitrión, este concepto aún no ha recibido un análisis adecuado ni por la doctrina ni por el derecho internacional. En ese sentido, solo queda fomentar relaciones positivas con las comunidades locales impactadas por un proyecto minero para así lograr que estas perciban al proyecto minero como legítimo, a fin de que el proyecto sea aceptado por las comunidades, y así se evite algún riesgo social como la oposición de las comunidades y el desencadenamiento de protestas sociales. El papel del Estado es crucial para que los inversionistas llevan a cabo la consulta previa e informada de acuerdo con lo regulado en el Convenio 169 de la OIT. Ahora bien, cuando se enfrentan a demandas de arbitraje por parte de inversores privados, algunos Estados han alegado defensas que culpan del conflicto social al inversor, ignorando sus propias obligaciones legalmente impuestas en los tratados. Este tipo de situaciones pueden evitarse mediante una interacción y coordinación continua y documentada entre todas las partes pertinentes.

2.4.2.2 Mitigación de daño

La mitigación de daños es un principio general del derecho adoptado en el derecho internacional consuetudinario. Este principio se basa en que la parte perjudicada deba tomar medidas razonables para reducir sus pérdidas o, de lo contrario, puede encontrar su recuperación limitada. Ahora bien, la falta de medidas razonables para mitigar los daños no crea responsabilidad, pero se puede reducir la compensación debido a que un demandante tuvo la oportunidad de limitar sus pérdidas (Sabahi, Duggal y Birch, 2018, p. 332).

Es preciso señalar que la obligación de la mitigación del daño se encuentra regulado en los Principios UNIDROIT en su artículo 7.4.8. Este señala que la parte que incumplió no es responsable del daño sufrido por la parte agraviada en la medida que el daño podría haberse reducido si la última parte hubiera tomado medidas razonables. Ahora bien, cabe preguntarnos si la parte agraviada tiene el deber de tomar las medidas razonables para mitigar los daños o si las medidas de mitigación que ha tomado han sido razonables en las circunstancias. En ese sentido, si bien las medidas para mitigar los daños dependerán del análisis de cada caso, podemos observar en la jurisprudencia que son muy pocos los casos donde el tribunal arbitral ha considerado reducir el monto de los daños.

Por ejemplo, en el caso *Bridas vs. Turkmenistan*, el tribunal arbitral condenó al Estado por haber abandonado injustificadamente una *joint venture* y determinó que Turkmenistán violó el contrato, porque sin justificación legal se negó a reconocer el contrato cuyo fin era la exploración y explotación del gas, y suspendió su operación

indefinidamente. El tribunal arbitral redujo el monto del laudo de USD 495 millones en USD 50 millones, y ello se debió a que el demandante había continuado operando el yacimiento petrolero.

Si continuamos explorando la jurisprudencia, existen decisiones arbitrales ante el CIADI como los casos *Middle East Cement vs. Egypt* y *Amco Asia vs. Indonesia*, donde los tribunales arbitrales son reacios a aceptar una violación del cumplimiento de mitigación de daños. En este sentido, el tribunal arbitral en Middle East Cement consideró que la mitigación de daños puede considerarse parte de los Principios Generales del Derecho que, a su vez, forman parte de las normas del derecho internacional[297].

[297] *Southern Pacific Properties (Middle East) Cement vs. Egypt* (ICSID Case No. ARB/84/3, Laudo, 12 de Abril de 2022.

CAPÍTULO 3: PREOCUPACIONES SOBRE EL CÁLCULO EN DAÑOS Y UN ANÁLISIS DE LOS ARGUMENTOS JURÍDICOS QUE RESPALDA EL ENFOQUE DE MERCADO PARA VALUAR UN PROYECTO MINERO EN ETAPA TEMPRANA

Teniendo en cuenta el marco teórico ofrecido y los principales alcances de los casos *Crystallex vs. Venezuela, Rusoro vs. Venezuela*, *Gold Reserve vs. Venezuela*, *Bear Creek vs. Perú, Tethyan vs. Pakistán*, *Copper Mesa vs. Ecuador*,*Khan vs Mongolia*, y *South American Silver vs. Bolivia* en el presente capítulo se sustentará la viabilidad de aplicar el método de enfoque de mercado. Esto se realizará con el fin de valorar los proyectos mineros en etapa temprana, como un mecanismo eficaz para poder acercar la compensación al valor real de mercado de los proyectos mineros bajo el contexto de un arbitraje iniciado bajo un tratado de inversión.

3.1 Fundamentos jurídicos que respaldan que el enfoque de mercado es el método más apropiado para analizar un valor justo de mercado de un proyecto de exploración minera

Nos referirnos al «enfoque de mercado» como un enfoque de valoración que se utiliza para evaluar los daños cuánticos en el arbitraje internacional, cuyo objetivo será determinar el valor de un activo con base en los precios de mercado observables de otros activos con características similares, denominadas comparables. A partir de ello, debemos preguntarnos acerca de cómo fundamentar su validez jurídica para que pueda ser utilizado por los tribunales arbitrales del CIADI en situaciones donde estos determinen que, en disputas relacionadas a proyectos minero que se encuentren en una etapa temprana de desarrollo, el método principal para cuantificar un daño sea el enfoque de mercado.

Así, si la inversión se considera en una etapa inicial que no tiene un historial significativo de operaciones comerciales en curso, generalmente medido en menos de cinco años, la valoración puede estar sujeta a ciertos desafíos. Estas inversiones, como sucede en los proyectos mineros que se encuentran en la fase de exploración, pueden ser potencialmente lucrativas, pero muchos de los proyectos todavía tienen que producir ingresos estables y, en muchos casos, todavía estarán en el proceso de obtener el financiamiento para iniciar el proyecto. Aparte de ello, puede haber poco o ningún dato financiero en la historia de la empresa que pueda servir como base para cuantificar la pérdida de beneficios futuros. Dicho esto, el tribunal arbitral deberá determinar qué método es apropiado para cuantificar el valor de una inversión a la fecha de valoración.

Asimismo, es importante resaltar que los tribunales arbitrales deberán de analizar el ciclo de vida de una mina lo que implica que deban comprender que el desarrollo de un proyecto minero hasta la explotación está inmerso de diversos riesgos de inversión. En ese sentido, será más riesgoso un proyecto minero que solo ha completado la Evaluación Económica Preliminar (Preliminary Economic Assessment cuyas siglas en inglés es “PEA”), etapa más incipiente del proceso de desarrollo de un proyecto minero, que un proyecto minero que sí logró efectuar todos los estudios incluyendo el estudio de viabilidad y pre-factibilidad y que estará listo para la etapa de construcción de la mina (Abdala y López, 2019, p. 154). Dicha postura se basa en que cuanto más avanzado esté el proyecto más inversiones se realizará por lo que el valor prospectivo del proyecto aumentará y disminuirá los riesgos geológicos y regulatorios (Abdala y López, 2019, p. 150). Es decir, aquellos proyectos mineros que logren alcanzar hasta la etapa de producción y explotación, considerado como proyectos maduros, será factible demostrar

su viabilidad económica debido a que cuentan con estudios de viabilidad (Nyer y Wu, 2019, p. 99).

De los tres métodos de valoración utilizados tradicionalmente para calcular el valor de una inversión, el método de enfoque de mercado es el más apropiado para valorar proyectos que se encuentren en una etapa inicial y que aún no han avanzado a la fase de producción y explotación.

Los tribunales han confirmado explícitamente la adopción de este enfoque a pesar de la preferencia de otros tribunales por la metodología DCF. El método basado en el mercado podría capar el valor de una inversión, aunque su principal desafío sea, en algunos casos, la ausencia de inversiones comparables a efectos de la valoración. Específicamente, el desafío respecto a la aplicación de un marco de valoración basado en comparables es encontrar empresas que puedan ser comparadas, situación que podría ser difícil si el activo tiene características raras o si se encuentra el activo en un mercado de productos poco comunes (Hern, Janeckova y Yin, 2022, p. 317).

Sin embargo, a pesar de dichos desafíos, el uso de un marco de valoración de enfoque de mercado basado en comparables es un enfoque muy común en empresas cuyos activos que se valoran cotizan en bolsa. Usando esta, es posible obtener información relevante de la empresa, información vital para comprender el activo que se valora, el cual es el requisito previo para identificar comparadores. Además, los productos básicos en su mayoría que son materia de disputa en los arbitrajes internacionales de inversión

en la industria minera son el oro, la plata y el cobre, minerales de los cuales se puede extraer información esencial para identificar a los comparadores, y que compartan características similares en términos de flujos de efectivo y los riesgos.

Como ha sido señalado líneas atrás, el enfoque de mercado es empleado para acciones activas que cotizan en la bolsa de valores, transacciones recientes de las empresas en disputa y transacciones recientes observables en empresas similares. Este enfoque está constituido en tres subcategorías tal como fue explicado en el segundo capítulo: (i) capitalización de mercado, (ii) empresas comparables y (iii) múltiplos de mercado. Como se ha descrito en el segundo capítulo, además una de las ventajas de aplicar el enfoque de mercado, específicamente la subcategoría capitalización de mercado es que suele ser muy útil para cuantificar los daños ya que los precios históricos de las acciones son cuestiones de hecho y no suposiciones ni tiene el carácter subjetivo como sí sucede en un enfoque de ingresos.

A nuestro entender, con el fin de identificar los fundamentos jurídicos que respaldan la aceptación del enfoque de mercado, es necesario distinguir sus ventajas y desafíos en función a sus subcategorías. En ese sentido, habría que poner de relieve lo siguiente. Mientras los elementos como la evolución del precio de las acciones, la naturaleza del negocio y el tipo de industria fueron tomados en cuenta por el tribunal arbitral en el caso Crystallex vs. Venezuela; la comprensión de las características del activo que se valora —como las perspectivas de crecimiento o su geografía— fue traído a colación al tratarse

de un factor fundamental para considerar o no apropiado el enfoque de mercado, tal como en el caso *Rusoro vs. Venezuela*.[298]

Como bien apunta, Hern, Janeckova y Yin, una de las consideraciones para la aplicación del enfoque de mercado —por ejemplo, en el método de compañías comparables— es comprender el activo que se valora e identificar sus características como su geografía, industria, modelo de negocio, desempeño financiero reciente, el entorno económico en que opera, las perspectivas del negocio y la industria en su conjunto (Hern, Janeckova y Yin, 2022, p. 319). Además, dicho autor destaca que, si el activo que se valora es una empresa grande o cotizada en bolsa, es posible obtener información relevante de los proveedores de datos financieros o los informes especializados de la industria.

En ese sentido, existe un desafío por identificar cuáles serán los activos con precios de mercado observables que se asemejen más a las características del activo que se valora y encontrar compañías verdaderamente comparables. De otro lado, resultaría jurídicamente válido utilizar los Estándares y Lineamientos para la Valoración de Yacimientos Minerales del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo, (CIMVAIL, por sus siglas en inglés). La razón de ello es que estos lineamientos confirman que las metodologías basadas en el mercado, tales como las compañías comparables y los múltiplos de mercado, son apropiadas para la valoración de un yacimiento minero en etapa de desarrollo como el proyecto Las Cristinas, tal como se analizará en el caso *Crystallex vs. Venezuela (*Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum Special Committee on Valuation, 2003, págs. 22-24).

[298] Rusoro vs Venezuela (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.

En atención al párrafo anterior, siguiendo a Hern, Janeckova y Yin, existen factores cuantitativos y cualitativos para seleccionar a los comparadores en un método de enfoque de comparables. De esta manera, respecto a los criterios cuantitativos, será necesario analizar las características de los activos como su tamaño, las volatilidades históricas y esperadas, o la volatilidad de las ganancias. Por otro lado, como factores cualitativos, se puede enumerar a las características comerciales: el tipo de producto o servicio, los tipos de riesgos, la ubicación del activo en un país extranjero y geografía, *factores macroeconómicos, régimen regulatorio, reglas tributarias* y *etapas del ciclo de* vida de una empresa (Hern, Janeckova y Yin, 320).

Consecuentemente, la utilización de los lineamientos CIMVAL por un tribunal del CIADI se justificaría debido a su consistencia con los principios del derecho internacional público. En particular, consideramos que es idóneo utilizar los principios del caso Fábrica de Chorzów, principios relevantes en el derecho internacional de inversiones que se debería aplicar al considerar la compensación por el incumplimiento de un TBI en el caso de una expropiación ilegal o indirecta. Además, según se estableció en el caso Gold Reserve, este principio representa el derecho internacional consuetudinario, incluso en el caso de violaciones de obligaciones internacionales bajo los TBI, los que el Tribunal está obligado a aplicar[299].

Además, la subcategoría del enfoque de mercado, este es las transacciones comparables, a partir de este enfoque se puede tomar en consideración dentro del

[299] *Gold Reserve vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/09/1), Laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 678.

análisis cuántico de los daños a los riesgos de los proyectos, como es el riesgo social y el riesgo país, postura de la parte -demandante en el caso *South American Silver vs. Bolivia*[300].

Las directrices CIMVAL, proporcionan el estándar del mercado para valorar los activos mineros en Canadá, y corroboran la aplicación generalizada de los métodos de mercado en las valoraciones mineras con mayor énfasis. Por ejemplo, esto ocurrió en la valoración de recursos auríferos, los cuales son menos susceptibles de ser valorados mediante un método de flujo de caja descontado, como en el caso *Rusoro vs. Venezuela*.

De otro lado, a diferencia de los lineamientos CIMVAL y su relación de correspondencia con los principios derecho internacional consuetudinario y el caso Chorzów que acaba de reseñarse, es posible sostener que la doctrina de causalidad es un parámetro esencial. El tribunal arbitral deberá considerarlo para otorgar daños al reclamante, pues se analiza el nexo causal suficiente entre la causa y el efecto cuando se advierta incumplimientos a un TBI en los casos de expropiaciones ilícitas o expropiaciones indirectas; en estos casos, el incumplimiento según la doctrina consideramos será la causa próxima del daño.

[300] *South American Silver Limited vs. Bolivia* (PCA Case No. 2013-15), Demanda Arbitral y Memorial del demandante, 24 de septiembre de 2014, párrafo 11, 24 y 205.

Asimismo, un fundamento jurídico que podemos sostener es que la aplicación del método de enfoque de mercado es apropiado en los casos que existe una desproporción entre la inversión realizada y la cantidad de daños que solicita el reclamante. Esto lo revisaremos en el análisis de los casos arbitrales.

3.2 Preocupaciones por el cálculo de daños

Consideremos el marco teórico ofrecido en el primer y segundo capítulo, los principios que rigen la compensación bajo los tratados de inversión y el uso de técnicas de valoración. Estos nos permiten identificar algunas preocupaciones que son punto de debate actual en relación con las grandes sumas de compensación otorgadas en los arbitrajes internacionales de inversión debido al cálculo incorrecto de las indemnizaciones que realizan los árbitros (Documento A/CN.9/970, 2019, párrafo 38).

Una primera dimensión de inconsistencia son los montos de compensación que se otorgan. Estos son lo suficientemente grandes como para generar preocupaciones y están aumentando. Una segunda dimensión de inconsistencia es la falta de predictibilidad en la jurisprudencia arbitral respecto a los criterios que usan los árbitros para otorgar daños.

3.2.1 Discrepancia entre los montos invertidos (capital invertido) y los montos otorgados por compensación

En los últimos años, se ha percibido que los montos concedidos como compensación en los laudos es mucho mayor que los importes invertidos o inversiones realizadas por

el inversor (Anderson, 2020, p. 387). El porqué de tales diferencias es que los tribunales arbitrales se basan únicamente en los informes de los expertos cuánticos; además consideran apropiado el uso del método DCF en aquellas disputas sobre proyectos mineros que se encuentren en una etapa inicial de desarrollo; y no consideran los factores del contexto del estado anfitrión. Estos factores pueden incluir la capacidad de pago o situación financiera del Estado demandado que resulta responsable de haber violado sus obligaciones internacionales en atención al TBI como, por ejemplo, que el tribunal haya concluido que un Estado receptor haya expropiado ilegalmente.

A principios de la década de los 2000, las indemnizaciones por decenas de millones de dólares se consideraban cuantiosas. Existen diversos estudios como, por ejemplo, el estudio elaborado por Hodgson, Kryvoi y Hracka, que demuestran que, en los últimos 5 años, la proporción de daños otorgados en comparación con el monto reclamado aumenta. En general, cuanto mayor sea el monto en disputa, mayor será el descuento que los inversionistas pueden esperar sobre el monto reclamado (Hodgson, Kryvoi y Hracka, 2021, p.5)

El tema del monto elevando de las indemnizaciones fue materia de debate tanto en el 37° periodo de sesiones celebrados por la Comisión de las Naciones Unidas para el Desarrollo Mercantil Internacional (en adelante, CNUDMI) en el año 2019 y en la 43° período de sesiones de la CNUDMI. Por eso, se trasladó la preocupación que dichos montos elevados podrían menoscabar la capacidad de regulación de los Estados (A/CN.9/970, párrs. 36 a 38) (A/CN.9/WG.III/WP.220, 2022, párrafo 2).

En la actualidad, como se puede observar los importes de las indemnizaciones, estas han alcanzado cientos de millones e incluso miles de millones de dólares en varios casos recientes (Anexo 1). El crecimiento de las cuantiosas indemnizaciones se debe al aumento de las cuantías de las indemnizaciones reclamadas por los inversores extranjeros. Una posible justificación es el aumento exagerado de las reclamaciones de compensación por los inversionistas, táctica legal conocida como anclaje (Bonnitcha, Langford, Álvarez-Zárate y Behn, 2023, p. 21).

En atención al párrafo anterior, en un artículo publicado en el año 2018 doctrinarios como Langford y Behn sostienen que, además de las tácticas legales de los inversores, los árbitros efectivamente utilizan las reclamaciones iniciales de los inversionistas como ancla. Luego, hacen una reducción proporcional *ad hoc* sin tener en consideración los hechos del caso (Langford y Behn, 2018, p. 565)

En este punto, corresponde indicar una de las consecuencias que genera los altos montos en compensación a raíz de las inflaciones en el monto de las reclamaciones. Esta es que, en muchos de estos casos, el monto invertido es mucho menor que lo que reclama el inversor y de las ganancias esperadas por los inversionistas. Eso genera un perjuicio a los Estados demandados ante la falta de análisis del tribunal arbitral de la capacidad de pago de los estados anfitriones de la inversión.

Es preciso abrir un paréntesis y señalar que las empresas tienen, en todo momento, un capital o monto invertido que representa el dinero invertido en las operaciones de la empresa. Así, Dumrauf nos señala que, desde una perspectiva contable, el capital invertido es la suma de los fondos propios y ajenos, excluyendo aquellos que no

representan un costo implícito, como las deudas comerciales (Dumrauf, 2003, p. 476). Un claro ejemplo que señala Dumrauf es que el capital invertido representa el capital de trabajo más los activos fijos, y otros activos operativos o el capital invertido. También podría surgir de la suma de la deuda financiera más el patrimonio neto.

Resulta importante recalcar que los tribunales arbitrales se han referido a las sorprendentes divergencias entre los montos invertidos y el valor presente de los ingresos futuros como argumento para rechazar el enfoque de valoración de ingresos, específicamente el DCF.

En ese sentido, por ejemplo, en el caso *Southern Pacific Properties (Middle East) Limited vs. Egipto ante la ICC,* el inversionista había invertido USD 5 millones, pero su reclamo de compensación se basó en una cantidad de USD 42,5 millones, según un enfoque DCF. El tribunal arbitral sostuvo que la inversión realizada por los demandantes produce un contraste entre el monto de la inversión realizada por los demandantes y el valor de la fecha de valoración[301]. El tribunal arbitral rechazó el método DCF debido a las dificultades del proyecto, incluyendo el riesgo social y el riesgo ambiental que se generó por las protestas por los ambientalistas y la cancelación del proyecto. El tribunal decidió basar su evaluación en la cantidad de la inversión realizada.

Por otro lado, otro ejemplo es el caso *South American Silver vs. Bolivia*, cuya disputa se basa en un proyecto minero reciente en tanto se encontraba en la etapa de exploración minera. En este caso, el inversionista había invertido USD 31, 6 millones, pero su

[301] *Southern Pacific Properties (Middle Easte) vs. Egypt* (ICSID Case No ARB/84/3), Laudo, 20 de mayo de 1992, párrafo 75.

reclamo de compensación se basó en una cantidad de USD 300 millones. El tribunal arbitral sostuvo que la única compensación adecuada y justa sería la correspondiente a los costos del proyecto, es decir, a los gastos de exploración (costos hundidos), otorgando a la demandante la suma ascendente a USD 18, 7 millones[302]. Este caso refleja la postura de la doctrina internacional que señala que cuando una inversión es muy reciente y se espera que el proyecto genera tasas de rendimiento normales, el monto de la inversión sí proporciona un punto de partida razonable para determinar el valor justo de mercado de la inversión (Wells, 2003, p. 474).

El caso *Southern Pacific Properties vs.Egipto* y el *caso South American Silver vs. Bolivia* pueden servir de ejemplo para apoyar la propuesta de Aisbett y Bonnitcha de que la compensación no puede exceder el monto que un inversionista realmente ha gastado al realizado una inversión (2018, p.3). El razonamiento de esta propuesta es que se garantice que, si un inversionista invierte en un proyecto, no corra el riesgo de sufrir una conducta oportunista del Estado que lo deje en peor situación que hubiera invertido.

A diferencia de esta perspectiva, existe la opinión de otro sector de la doctrina que explica que, desde una perspectiva de valoración, el capital invertido y el valor de la inversión no siempre guardan una relación proporcional, tal como lo expone la profesora Marboe en los siguientes términos: «(…) Great care must therefore be taken not to link the amount of compensation or damages closely to the investment actually undertaken, if the investment has good future prospects» (Marboe, 2009, p.265). Conforme a esta perspectiva, entendemos que la divergencia entre el monto de la inversión de los

[302] *South American Silver Limited vs. Bolivia* (PCA Case No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, párrafo 867.

inversionistas y los beneficios esperados por el inversionista no significa que haya alguna relación entre el importe de la inversión realizada y la cantidad de los flujos que esperaba obtener el inversor y que ello, de ninguna forma significaría, alguna razón para rechazar el método de valoración DCF.

Ante la existencia de otras posturas que entienden que el capital invertido y el valor justo de mercado de la inversión no tienen ninguna relación, existe un caso en la jurisprudencia que apoyaría esta postura. El caso *Azurix vs. Argentina* es un caso que demuestra que no necesariamente el valor justo de mercado es el capital invertido por el reclamante en una disputa de expropiación. En este caso, el inversionista invirtió un capital de USD 438,55 millones en 1999 para obtener una concesión de agua en Argentina. El tribunal arbitral arribó a la conclusión de que el valor justo de mercado era el monto ascendente a USD 60 millones a fin de calcular la pérdida para el inversionista. Por tanto, rechazó el monto del capital invertido por Azurix.[303]

No obstante, otro sector de la doctrina considera que efectivamente sí existe una relación entre la cantidad de la inversión realizada por el inversor en el Estado anfitrión y los flujos que espera recibir con los daños que finalmente los tribunales otorgan en sus laudos. La justificación general de dicha premisa se encuentra muy bien determinada en tanto diversos estudios indican que, en los últimos cinco años, se advierte grandes diferencias entre las cantidades invertidas y las cantidades que otorga los tribunales como compensación; el monto de los daños es excesivamente alto.

[303] *Azurix v. Argentina (*ICSID Case No. ARB/01/12*)*, Laudo, 14 de julio de 2006, párrafo 414, 419–426.

En esa medida, Bonnitcha y Paparinski sostienen que ningún Estado debería tener que pagar una cantidad de compensación que sea paralizante para su economía en tanto podría afectar al desarrollo de su país (Bonnitcha, Langford, Álvarez-Zárate y Behn, 2023, p. 38) (Paparinskis, 2022, p.296). Por tanto, muchos doctrinarios se unen en proponer que limitar los daños al importe que el inversor haya realmente invertido es una opción viable (Bonnitcha, 2020, p. 31).

Bajo este norte conceptual, se puede concluir que, en una aproximación, es válido determinar un tope a la compensación como, por ejemplo, tomando en consideración el monto realmente invertido por el inversionista. Ello podría traer ciertas ventajas. La primera se basa en que limitar la compensación de alguna manera garantiza que la carga financiera final impuesta al Estado anfitrión no sea excesiva, dada su condición económica y su capacidad de pago, como para comprometer las necesidades básicas en sectores como economía, salud y seguridad. En ese sentido, consideremos que los Estados demandados como hemos visto de los casos de la presente tesis (Anexo 1 y Anexo 2) son países en vías de desarrollo (Paparinskis, 2022, p. 312).

La segunda ventaja radica en que la evidencia necesaria para determinar la cantidad de dinero realmente invertido por un inversionista es mucho más fácil de obtener que la evidencia requerida para calcular la compensación mediante técnicas de valoración DCF; esta es una de las críticas a este método. La tercera ventaja es que la casuística arbitral nos demuestra que los tribunales ya otorgan compensación sobre la base de los gastos realmente invertidos por el inversionista extranjero como sucedió en el caso CIADI No. ARB/20/38 contra Tanzania y el caso *South American Silver vs. Bolivia*.

Finalmente, es útil tener en cuenta que la cuarta ventaja se basa en que dicho límite reduciría drásticamente el monto de la compensación en las disputas millonarias analizadas en la tesis, como en los casos *Tethyan vs. Pakistán*, *Yukos vs. Rusia* y *Glencore vs. Bolivia* (Bonnitcha, 2020, p. 32).

Ahora bien, existe un sector de la jurisprudencia que respalda el hecho de que los montos otorgados en los laudos arbitrales no deben ocasionar consecuencias drásticas a la economía del Estado anfitrión. Esto se apoya en la opinión disidente del árbitro Ian Brownlie en el caso *CME vs. República Checa,* quien tomó como punto de partida que incluso los Estados que han sido considerados responsables de guerras de agresión y crímenes contra la humanidad no están sujetos a la ruina económica[304]. Dicho árbitro señala que no se debe otorgar montos gigantescos por compensación ante una violación de un TBI, dado que el tribunal arbitral tendría que analizar factores como la capacidad de pago del Estado receptor de la inversión (Paparinskis, 2022, p. 301).

De esa forma, volviendo al ejemplo del caso *Tethyan Cooper vs. Pakistán*, se resalta precisamente la importancia del análisis del factor de la capacidad de pago del Estado demandando ante el laudo arbitral emitido, en tanto Pakistán sostuvo que la ejecución del laudo arbitral tendría consecuencias nefastas debido al frágil estado de la economía. Este argumento fue expuesto en la Decisión sobre la suspensión de ejecución de laudo, conforme se puede apreciar en lo siguiente:

[304] CME Czech Republic vs. Czech Republic, UNCITRAL, Case. Separate Opinion on the issues at the quantum Phase by arbitrator Brownlie, 14 march 2003, paragraph 77.

> Pakistan submits that immediate enforcement of the Award lead to dire consequences to the country at a uniquely bad moment in time. Pakistan emphasizes the hardship it would suffer due to the delicate state of the economy that needed a USD 6 billion IMF (International Monetary Fund). As Pakistan argues, immediate enforcement would entail immediate payment of the full amount of the USD 5.9. billion Award that would have an immediate and potentially devastating effect on Pakistan´s fragile economy"[305]

El argumento expuesto por Pakistán en la decisión de suspensión de ejecución del laudo emitido en el caso *Tethyan vs. Pakistan* ilustra que, en la actualidad, los árbitros, antes de emitir los laudos por compensación por daños, deberían también tener en cuenta criterios como los factores de contexto del Estado anfitrión y analizar la cuestión de la capacidad de pago del Estado anfitrión respecto a los montos que se otorgan por indemnización por daños y perjuicios. Esta cuestión ha sido analizada por un amplio sector de la doctrina especializada en derecho internacional (Paparinskis, 2022, p. 290) (Bonnitcha, 2020, p. 29).

El hecho de que los árbitros no analicen la capacidad de pago del Estado anfitrión podría originar que se le prive de su derecho al desarrollo económico al Estado demandado que generalmente es un país en desarrollo conforme se puede apreciar en el Anexo 1 de la tesis. Esto podría ocurrir por las reclamaciones por montos elevados de los países desarrollados, que constituye los inversores y las compensaciones que podrían resultar excesivamente onerosas.

[305] Tethyan vs. Pakistan (ICSID Case No Arb 12/1), Decision on stay of enforcement of the Laudo, 17 september, 2020, parrafo 143.

Ahora bien, según el Documento A/CN.9/WG.III/QP.199 del 9 de noviembre de 2020, el gobierno de Burkina Faso en el contexto del grupo de Trabajo III de la CNUDMI (cuyas siglas en inglés significa: Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional), resaltó el impacto de la compensación pagada a los inversores en los procedimientos ante la institución arbitral del CIADI y la importancia de una armonización integral de las normas que rigen la compensación. En esa línea, este Estado sostiene que los montos analizados en los procedimientos de arbitraje de inversiones son generalmente elevados. Por ello, en las siguientes líneas, nos dedicaremos a analizar este punto. Además, el Estado sostiene que el monto de las indemnizaciones ha alcanzado cientos de millones e incluso miles de millones de dólares. En ese sentido, casos recientes, como el caso *Tethyan vs. Pakistán y Crystallex vs. Venezuela*, cuyos hechos fueron analizados en líneas anteriores, servirán de ejemplo para abordar lo expuesto en dos vertientes: respecto de las cantidades invertidas por el inversor y la relación con las cantidades concedidas por los tribunales arbitrales por concepto de indemnización por daños y perjuicios.

Por ejemplo, en el caso *Tethyan vs. Pakistán*, el inversionista recibió más de USD 4 000 millones en compensación, a pesar de haber gastado USD 240 millones (Anexo 2 de la tesis) en su inversión que consistió en el trabajo de exploración del proyecto minero Reko Diq, y por el plan detallado sobre cómo extraer económicamente los minerales del suelo, tal como se reflejó en su Estudio de Factibilidad sobre el desarrollo inicial de la mina del área.[306]

[306] *Tethyan vs. Pakistán* (ICSID Case No, ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1741.

En el caso *Crystallex vs. Venezuela*, el inversionista había gastado en su inversión el monto ascendente a USD 500 millones en el proyecto. Este consistía dejar el sitio listo para empezar con el funcionamiento de la mina, lo que incluyó, entre otros conceptos, la adquisición de equipos de extracción, mejora del campamento, y la construcción de un relleno sanitario para la disposición de desechos sólidos. Causa sorpresa que el tribunal haya otorgado daños por una suma mucho más elevada del monto invertido por el inversionista, esto es, la suma ascendente de USD 1 200 millones en compensación más intereses[307].

Ahora bien, respecto al caso *Tethyan vs. Pakistán*, el monto que el tribunal arbitral otorgó en daños fue 20 veces más que el monto que realmente había invertido en su inversión, lo cual supone una compensación paralizante para el Estado anfitrión (Paparinski, 2022, p. 310) por las consecuencias potencialmente devastadoras para un país en desarrollo como Pakistán.

Pakistán señaló que el laudo emitido en el caso *Tethyan vs. Pakistán* es el segundo mayor laudo del CIADI que existe y representa más del 50% de las reservas oficiales de divisas de Pakistán. Por ello, la aplicación inmediata del laudo tendría efectos inmediatos y potencialmente devastadores en la frágil economía, y la situación social y política de Pakistán[308].

[307] *Crystallex International Corporation vs. República Boliviariana de Venezuela*, Caso CIADI No. ARB (AF)/11/2, Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 195.
[308] *Tethyan Copper Company Pty Limited v. Islamic Republic of Pakistan* (2020). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID. ARB/12/1, Decision on Stay of Enforcement of the Award), párrafo 62.

Ahora bien, el comité *ad hoc* del CIADI que emitió la decisión sobre la suspensión de ejecución del laudo del caso Tethyan concluyó la continuación de los efectos de la suspensión por las siguientes razones: (i) respecto al Perjuicio a Pakistán, el Estado anfitrión sostiene que la aplicación inmediata del laudo —esto es, pagar el monto total del laudo de USD 5 900 millones— tendría un efecto inmediato en su economía frágil de Pakistán. Además, conduciría a la eliminación de fondos para programas sociales y de salud que tendría impactos desastrosos para el pueblo de Pakistán, postura que comparte el tribunal arbitral[309].

A partir del caso *Tethyan vs. Pakistán*, se puede apreciar que las indemnizaciones contra los Estados anfitriones han ascendido a miles de millones de dólares en los últimos años. En ese sentido, cierto sector de la doctrina considera que las cantidades de dinero en juego han generado preocupación de que los tratados de inversiones brinden demasiada protección a los inversores extranjeros (Aisbett y Bonnitcha, 2018, p.1).

Autores como Langford y Behn sostienen que existe la preocupación de que los árbitros puedan estar utilizando la reclamación inicial por daños y perjuicios del inversor como un escudo para que el tribunal arbitral valore la posición del reclamante, mas no los hechos del caso ni la demanda (Langford y Behn, 2018, p.568). En ese sentido, de los casos antes analizados, podemos observar que, entre los daños reclamados y los daños concedidos, existe un gran desbalance en atención a los criterios divergentes de los tribunales para otorgar daños.

[309] *Tethyan Copper Company Pty Limited v. Islamic Republic of Pakistan* (2020). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID. ARB/12/1, Decision on Stay of Enforcement of the Award), párrafo 143.

Como conclusión, puede señalarse que los tribunales arbitrales deberían conceder indemnización, teniendo en consideración que se limite la compensación al monto realmente invertido por el inversor, al menos en determinados casos en los que el proyecto de inversión nunca se ejecutó (Bonnitcha y Brewin, Compensation under investment treaties, 2020, p. 26). Un ejemplo de ello está en el caso CIADI No 09/01 con Tanzania donde el inversionista recibió USD 77 000 millones por compensación, monto que es congruente con la reclamación por indemnización. Dicha recomendación es seguida recientemente por un amplio sector de la doctrina como Aisbett y Bonnitscha, y Paparinski, Además, ha sido señalada por diversos Estados en las sesiones que instauró el Grupo de Trabajo III de la CNUDMI, cuyo objeto es una posible reforma del sistema de solución de controversias entre inversionistas y Estados.

Esa propuesta de limitar la compensación al importe realmente invertido por el inversionista, al menos en aquellos proyectos en etapa inicial, fue presentada por Burkina Faso, país africano que participó en la 40° período de sesiones del Grupo III de Trabajo de la CNUDMI y doctrinarios como Bonnitcha y Aisbett (Documento A/CN.9/WG.III/QP.199, 2020, párrafo 8). Dicha propuesta guarda coherencia también con lo que sugiere Bonnitcha de consignar un tope a la compensación que otorga los tribunales arbitrales por lo que realmente invirtió el inversionista. Nuestra postura guarda relación con los doctrinarios Bonnitcha, Aisbett y Paparinskis en limitar los montos otorgados por los tribunales a los montos que realmente invirtieron los inversionistas puesto que existe al menos algún precedente en la jurisprudencia arbitral, como sucedió en el caso *Bilcon vs. Canadá*, donde el tribunal arbitral se negó a adoptar el método DCF para calcular la compensación. En cambio, analizó la cantidad que el inversionista

había invertido en el proyecto como también las transacciones pasadas relacionadas con el sitio de la cantera[310] (Bonnitscha, 2020, p. 31).

3.2.2 Inconsistencia en la jurisprudencia arbitral de la elección del método de valoración

La jurisprudencia arbitral sobre indemnización es inconsistente, particularmente en lo que respecta a la forma en que los tribunales tienen en cuenta diversos riesgos previsibles e imprevisibles para el flujo de ingresos esperado de una inversión a lo largo del ciclo de vida de un proyecto minero (Bonnitcha, 2020, p.4). Además, existe actualmente la discusión de qué método de valoración los árbitros deben de elegir por su carácter técnico y, más aún, puede haber miles de millones de dólares en juego al elegir un enfoque u otro.

Los enfoques inconsistentes sobre este punto se manifiestan de diferentes maneras en distintos casos. La cuestión se ilustra más claramente mediante una comparación entre disputas sustancialmente idénticas según su base fáctica como, por ejemplo, disputas que involucren proyectos mineros en etapa de exploración.

Primer ejemplo de inconsistencia*: Bear Creek vs. Perú* con *Tethyan vs. Pakistán*

Tal como sostiene Bonnitcha, Langford, Alvarez y Behn, las implicaciones prácticas de la inconsistencia en la elección del método de valoración es analizado bajo la

[310] *Bilcon of Delaware et al vs. Canadá,* UNCITRAL, Laudo Final, 17 de marzo de 2015, párrafo. 276-279.

comparación de los casos *Bear Creek vs. Perú* y *Tethyan Copper vs. Pakistán*. (Bonnitcha, Langford, Alvarez y Behn, 2023, p. 19).

En ambos casos la disputa versó sobre proyectos mineros que nunca pasaron a la etapa de explotación y producción, es decir, que se encontraban en etapa de exploración. En ambos casos, el origen de la disputa se originó por el Estado anfitrión que se negó a emitir las aprobaciones para que los proyectos continuaran. En cada caso, el tribunal sostuvo que el Estado anfitrión había expropiado indirectamente la inversión del inversionista, y que los daños y perjuicios debían basarse en el valor justo de mercado de la inversión expropiada. En ambos casos, el inversor argumentó que la inversión debía valorarse utilizando el método DCF.

En el caso *Tethyan vs. Pakistán*, el inversor solicitó USD 8 500 millones en concepto de daños y perjuicios más intereses. En el caso Bear Creek, el inversor solicitó USD 500 millones más intereses. A pesar de la similitud en el fondo de la controversia —dado que en ambos casos versaba la disputa en proyectos minera en etapa temprana— los tribunales arbitrales adoptaron puntos de vista diferentes sobre la idoneidad del método DCF.

El tribunal arbitral en *Tethyan vs. Pakistán*, utilizó el método DCF y otorgó en daños por el monto ascendente a USD 4 100 millones (monto considerado sin intereses). En cambio, el tribunal arbitral en el caso *Bear Creek vs. Perú*, sostuvo que la mina propuesta seguía siendo demasiado especulativa e incierta para utilizar el método DCF y que el proyecto carecía de aprobaciones gubernamentales en el momento de la expropiación. Por tanto, rechazó el método DCF y otorgó USD 18.2 millones en

concepto de daños y perjuicios más intereses.[311] Una posible justificación para la divergencia de criterios de los tribunales arbitrales en la adopción o no del método DCF se basa al razonamiento que se siguió para analizar el valor justo de mercado de la inversión expropiada como, por ejemplo, la viabilidad de la mina.

En relación con el punto antes señalado, en el caso Bear Creek el tribunal sostuvo que el impacto de la oposición de las comunidades nativas frente a la mina tuvo como consecuencia que el inversor no demostrara que la mina habría sido viable, incluso si Perú hubiera otorgado la licencia social al proyecto minero Santa Ana que se encontraba en etapa inicial para continuar operado en el momento que se promulgó el Decreto Supremo N° 032[312]. En cambio, el tribunal en el caso Tethyan sostuvo que el proyecto minero sí habría sido viable en caso de que Pakistán hubiera concedido el contrato de arrendamiento que le fue negado injustamente al reclamante.

Asimismo, tal como sostienen (Bonnnitcha, Langford, Alvarez y Behn, 2023, p. 27) el enfoque de compensación en *Tethyan vs. Pakistán* es claramente inconsistente con el enfoque más cauteloso respecto del uso de las técnicas de valoración basadas en el enfoque de ingresos plasmado en el comentario del artículo 36 de los Artículos de la Comisión de Derecho Internacional sobre la Responsabilidad Internacional del Estado, que explica que el DCF solo debe utilizarse en raras ocasiones.

No obstante, la aplicación del método de flujo de caja descontado para determinar el valor en capital a efectos de indemnización puede plantear dificultades. Este método

[311] *Tethyan vs. Pakistán*, Caso CIADI No. ARB/12/1, Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 604.
[312] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 599-600.

analiza una amplia gama de elementos de índole intrínsecamente especulativa, alguno de los cuales influyen considerablemente en el resultado. Esto ha dado lugar a que los tribunales apliquen este método con cautela" (Crawford, 2004, p.272)

Segundo ejemplo de inconsistencia: *Crystallex vs. Venezuela* con *Gold Reserve vs. Venezuela*

En ambos casos, la disputa versó sobre proyectos no productivos, es decir, proyectos que no continuaron hasta la fase de producción y estaban en una etapa temprana de desarrollo. Asimismo, en ambos casos, la disputa surgió debido a que las autoridades gubernamentales se negaron emitir los permisos para que los proyectos mineros puedan avanzar a la fase de explotación lo cual violaba el tratado bilateral de inversión. En ambos casos, la negación de los permisos se centró en los impactos ambientales que podrían ocasionar los proyectos mineros. Asimismo, en ambos casos, las autoridades del Estado advirtieron serias preocupaciones respecto a los proyectos mineros por el impacto hacia la biodiversidad y el impacto socioeconómico que podrían generar los proyectos.

Si bien en ambos casos los tribunales arbitrales citaron los lineamientos CIMVAL para apoyar sus decisiones, la aceptación del DCF no fue homogénea en ambos. En el caso Gold Reserve, el tribunal arbitral citó las directrices CIMVAL como respaldo de su adopción del método DCF en la valoración de daños. En tal sentido, el tribunal indicó que, según dichas directrices, el método DCF es apropiado para proyectos en etapa inicial y que, según las directrices CIMVAL, se señala que se prefiere el método DCF a diferencia de otros métodos cuando hay datos suficientes disponibles; dichos datos se

referían a las reservas. Por otro lado, en el caso Crytallex, el tribunal citó las directrices CIMVAL para apoyar su decisión en la adopción del enfoque de mercado señalando que el activo materia de disputa es un activo de desarrollo y que el uso de enfoque de comparables es ideal para este tipo de activos, como era el caso del proyecto las Cristinas.

Otro punto en común es que ambos casos compartían la misma naturaleza del producto básico, dado que el objetivo de ambos proyectos mineros era la exploración y explotación del oro y, así mismo, en ambos casos, la demandante estaba efectivamente compuesta de un solo activo y que sus acciones se negociaban en la bolsa de valores.

No obstante, en el caso Gold Reserve, el tribunal arbitral aceptó el método DCF y consideró apropiado otorgar a la demandante una indemnización por daños por la suma ascendente a 713 millones[313]. De otro lado, en el caso Crystallex, el tribunal arbitral rechazó el método DCF y adoptó un enfoque de mercado, con lo consideró apropiado otorgar una indemnización por daños a Crystallex por el monto ascendente de USD 1200 millones[314].

Ahora bien, como se indicó en líneas anteriores, la tesis tiene como objetivo examinar, a través de diferentes decisiones de tribunales de arbitraje de inversión, en qué medida el método de valoración de flujo de caja descontado es el método menos apropiado para

[313] *Gold Reserve vs. Venezuela*, (ICSID Case No. ARB/09/1), 22 de septiembre de 2014, párrafo 848.
[314] *Crystallex vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/11/2), Laudo, 4 de abril de 2016, párrafo 917.

el cálculo del valor justo de mercado de una inversión en la fase previa a la generación de utilidades —la fase de exploración de un proyecto minero en una etapa temprana de desarrollo y con flujos de caja futuros inciertos—.

Pretendemos abordar un aporte significativo y práctico al definir qué criterios y recomendaciones deben aplicar los árbitros en los arbitrajes internacionales de inversión en el marco de las disputas bajo *expropiaciones indirectas* en proyectos mineros.

En esta medida, en el presente capítulo se mostrará el desarrollo de los casos *Rusoro vs Venezuela*, *Beer Creek vs. Perú*, *Crystallex vs. Venezuela*, *Khan vs. Mongolia, Tethyan vs. Pakistán* y *South American Silver vs. Bolivia*. Respecto a ello, se conviene en hacer un corte en los casos en la etapa donde fue afectado el inversionista por el acto imputable al Estado que frustró la ejecución del proyecto minero hasta llegar a la etapa de exploración. Luego, ahondaremos en cada caso sobre cuál es el enfoque interpretativo del tribunal arbitral del método de valoración. Para esto, se considerará que, en el desenlace de algunos de estos casos, existió una desproporción entre la inversión realizada y la cantidad de daños que solicita el reclamante. También se considerará que esto tuvo un rol centrar la interpretación y elección del método de cuantificación para estimar la compensación y el cálculo del valor del proyecto minero perjudicado por los actos del Estado.

De lo anterior antes descrito en el presente documento, es relevante enfatizar cuál es la tendencia en la jurisprudencia de aceptar y rechazar el DCF. De esa forma, el método de valoración de flujo de caja descontado *ha sido adoptado* en varias decisiones de los tribunales del CIADI, como en casos que serán analizados a continuación.

3.2.2.1 Tribunales que aplicaron el método DCF

Dos casos recientes son ilustrativos del enfoque de flujo de caja descontado o DCF. Estos casos son *Gold Reserve vs. Venezuela* y *Tethyan Cooper vs. Pakistán*. A continuación, se revisará su jurisprudencia.

Caso Gold Reserve vs. Venezuela

*Gold Reserve vs. Venezu*ela representa un ejemplo de un caso en el que el demandante recibió compensación por un proyecto minero que se encontraba en la etapa inicial de desarrollo basado en una valoración de flujo de caja descontado o DCF. La disputa de este caso está relacionada a la omisión ilegal por parte de Venezuela de emitir permisos para el proyecto Brisas y la revocación de las concesiones de explotación para dicho proyecto. [315]

En la etapa cuántica, ambas partes presentaron valoraciones DCF para evaluar la cuantía de los daños. El demandante reclamó más de USD 1 700 millones (Anexo 1); por otro lado, el demandado sostuvo que el proyecto tenía un valor negativo en el momento de la expropiación[316]. En este punto, el tribunal no encontró convincente la

[315] *Gold Rerserve vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/ 09/1), Laudo, 2014, párrafo 830.
[316] Ibid , párrafo 833.

estimación negativa del demandado, dado que ello significaría que la operación de la mina no era viable económicamente, una propuesta muy improbable dado el esfuerzo y los gastos a los que Gold Reserve se había comprometido para ponerla en funcionamiento y los estudios de viabilidad del demandante, los cuales demostraron que el nivel de análisis realizado en la mina era significativo.

El tribunal arbitral, citando las Directrices del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo sobre Valoración de Propiedades Minerales -CIMVAL (Anexo 2), estuvo de acuerdo con que el método DCF era adecuado cuando hay datos suficientes disponibles[317]. Asimismo, el tribunal arbitral estuvo de acuerdo con la posición de los expertos cuánticos de la parte demandante de que el método DCF era el enfoque más apropiado para cuantificar los daños, a pesar de la ausencia de un historial de operaciones antes de la expropiación. [318]El tribunal respaldó el método DCF debido a la naturaleza mercantil del activo minero. Finalmente, el tribunal otorgó aproximadamente USD 713 millones al demandante basándose en ajustes a la valoración DCF[319].

Resulta fundamental precisar que, en este caso, el tribunal arbitral fue reacio en aplicar el enfoque de mercado, específicamente el método de comparables. En ese sentido, señaló que, al efectuar la comparación con otras minas, surgen diversas variables que son específicas de cada mina como, por ejemplo, las condiciones climáticas y geológicas, las cuales impactan en el valor de la inversión. Además, el tribunal arbitral destacó que, cuando se comparó este proyecto minero con otras minas, aquellas estaban en lugares muy diferentes con diferentes riesgos geopolíticos, diferentes tipos

[317] *Gold Rerserve vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/ 09/1), Laudo, 2014, parrafo 831.
[318] *Gold Rerserve vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/ 09/1), Laudo, 2014, párrafo 830.
[319] *Gold Rerserve vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/ 09/1), Laudo, 2014, párrafo 863.

de depósitos, diferentes tipos de tecnologías mineras, diferentes tecnologías de proceso, diferentes etapas de producción y diferentes etapas de desarrollo. Por ello, el tribunal arbitral concluyó que no había empresas mineras lo suficientemente cercanas para ser utilizadas como método de valoración[320].

Caso Tethyan vs. Pakistán

Tethyan vs. Pakistán representa uno de los casos más recientes donde se percibe una compensación injusta y simboliza cómo las magnitudes de las reclamaciones ante el CIADI se basan en supuestos especulativos lo que genera que las operaciones comerciales de los demandantes sean extremadamente rentables. *Tethyan vs. Pakistán* es uno de los casos que condujo a los laudos cuánticos ante el CIADI más dudosos de todos los tiempos, donde se destaca el éxito de los demandantes al haber hecho un uso abusivo del método del flujo de caja descontado e inflar radicalmente la compensación (Boue, 2023, p.373) (Van Harten y Vastardis, p. 4).

Este caso involucró un proyecto de inversión minera cuyo objetivo se centró en el desarrollo de una mina en un gran depósito de cobre en la provincia paquistaní de Baluchistán, donde surgía conflictos bélicos, es decir, un proyecto que aún no estaba en funcionamiento. Este caso ha sido materia de debate por diferentes razones.

En primer lugar, el método de valoración que propuso los demandantes iba en contra de las Directrices del Banco Mundial del año 1992 que sostiene que una inversión debe demostrar la capacidad de generar ingresos para poder considerarse una empresa en

[320] *Gold Rerserve vs. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/ 09/1), Laudo, 22 de septiembre de 2024, párrafo 831.

marcha o empresa en funcionamiento (Boue, 2023, p. 377). Además, dichas directrices señalan que la capacidad de generar ingresos se acredita por la rentabilidad futura de la inversión durante un período de tiempo suficiente que asegure el registro histórico de la inversión.

Por su parte, los tribunales de arbitraje de inversiones han llegado a considerar el método DCF como una herramienta estándar para cuantificar los daños según el estándar del valor justo de mercado para aquellas inversiones con un historial de operaciones rentables según las Directrices del Banco Mundial (World Bank, 1992). Sin embargo, los tribunales han sido más reacios a utilizar el método DCF para calcular los daños en inversiones en etapas iniciales, que carecen de un largo historial de operaciones. Los tribunales parecen preocupados por el potencial de especulación y la posibilidad del llamado “efecto Cenicienta” (Caldwell, Chodorow y Dorobantu, 2018, p. 301).

Dicha situación no ocurrió en el presente caso en tanto el proyecto minero de Tethyan Copper solo alcanzó la etapa de exploración minera, es decir, representó un proyecto minero no productivo (Shihata, 1993). Pese a la etapa que se encontraba el proyecto minero el tribunal arbitral adoptó el método DCF debido a que decidió que el proyecto Reko Diq cuyo fin era la exportación de oro y cobre podía ser tratado como una excepción a los principios generales para proyectos sin historial de rentabilidad concluyendo que es apropiado el método DCF para proyectos cuya etapa alcanzan únicamente la perforación de minerales (Boué, 2023, p. 379). Esta propuesta sirvió como base para el laudo en el caso *Gold Reserve vs. Venezuela*, siendo unos de los

primeros casos en el que un tribunal arbitral adoptó el método DCF para valorar un proyecto minero en etapa temprana, es decir, un proyecto minero no productivo.

En segundo lugar, es preciso enfatizar que Abdala y Zadicoff consideran que imponer límites al uso del método DCF sobre los activos mineros es contrario al horizonte de la teoría económica ya que una vez superada la etapa de exploración y cuantificada las reservas, no debería haber duda de que las reservas pueden monetizarse en efectivo, lo que se orienta a que un proyecto será rentable tan pronto los inversionistas tengan éxito en la etapa de descubrimiento de minerales (Abdala y Zadicoff, 2019, p. 147). Con base a este antecedente doctrinario, el tribunal arbitral se negó a aceptar de que el proyecto minero no tenía ningún valor económico (postura del estado demandado) en tanto el Estudio de viabilidad y el Estudio de Prefactibilidad habían confirmado que el proyecto minero Reko Diq contenía enormes recursos minerales y había demostrado el demandante como se podían extraer y procesar los minerales para venderlos en el mercado[321].

La postura del tribunal arbitral desconoce e ignora la realidad minera toda vez que, en la práctica minera, es poco probable que las reservas se moneticen en flujos de efectivo futuro tal como nos comenta Juan Carlos Boue, los proyectos extractivos especialmente los más grandes, frecuentemente no están a la altura de las expectativas incluso después de que haya iniciado la fase de producción (Boué, 2023, p.378). La experiencia minera nos relata que la paradoja básica de la economía de los minerales es que las reservas minerales disminuyen y es el costo de extraer lo que aumenta esto a raíz de

[321] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 337.

que las reservas subterráneas son solo la punta del iceberg (Adelman, 1970, p. 131). Es por ese motivo que la decisión del tribunal arbitral ignoró de que la enorme magnitud de recursos y la viabilidad de su extracción no son garantía de que un proyecto sea rentable (Boué, 2023, p. 389).

Además, el tribunal arbitral ignoró la doctrina de la industria minera que señala que uno de cada mil proyectos es un éxito (Flybjerg, 2014, p. 11). Asimismo, dejó de lado la postura de la parte demandada que cuestionó la afirmación de la demandante de que Reko Diq es un mega proyecto que habría costado casi $3 300 millones de dólares en inversiones de capital para poner en funcionamiento la mina, aunado a ello, la demandada afirmó que el Estudio de viabilidad y el Estudio de prefactibilidad no adoptó los requisitos de construcción de una mina en Pakistán[322].

En tercer lugar, es materia de debate la postura del tribunal arbitral de haber examinado que no era necesario pronunciarse sobre si fue correcto o no la cuestión de que el demandante haya excluido el riesgo de expropiación en la determinación del riesgo país en tanto el tribunal arbitral concluyó que este riesgo no era un riesgo significativo desde un punto de vista fáctico[323]. No obstante, el tribunal arbitral no analizó la postura de la parte demandada que señaló que el riesgo país puede generar una incertidumbre significativa sobre el rendimiento de una inversión debido a factores macroeconómicos, políticos y ambientales y asimismo señaló que el riesgo país debe ser analizado independientemente de la valoración propuesta.

[322] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 628
[323]Ibid, párrafo 1563.

Nuestra posición radica en que el tribunal arbitral no analizó correctamente de que el demandante haya examinado adecuadamente los riesgos asimétricos que afectaron al proyecto, entre ello, el riesgo de expropiación. El tribunal arbitral perdió la oportunidad de proporcionar un razonamiento claro en apoyo de sus conclusiones sobre la cuestión del riesgo de expropiación, lo cual se pudo distinguir en el laudo *Tethyan vs. Pakistán*.

Si bien existe un consenso entre las partes que el proyecto también enfrentó riesgos asimétricos descrito por el experto cuántico por la demandante, como eventos negativos que surgen durante las fases de que son específicos del activo, como, por ejemplo, el conflicto armado, el tribunal se negó a tomar en cuenta el riesgo de expropiación por considerarlo irrelevante para los hechos del caso basándose en que los inversores no deberían legítimamente tener que soportar dicho riesgo, considerándose el riesgo de expropiación como un riesgo particular del riesgo país[324].

Existe una tendencia entre los tribunales arbitrales de considerar solo una parte del riesgo país dentro de los cálculos de flujos futuros del método DCF (Marzal, 2021, p. 292). Si bien un sector de la doctrina apuesta por adoptar la postura de que no debería incluirse los riesgos más específicos como el riesgo de expropiación y el riesgo político; ello se apoya en tanto de lo contrario podría incentivar a que el Estado adopte medidas unilaterales en violación de los tratados de inversión.

En esta tesis, como se describió en el primer capítulo, nuestra postura es que se adopte el riesgo país en la valoración. Ahora bien, debemos tener en consideración que el riesgo país está compuesto por diversos subcomponentes, como, por ejemplo, el riesgo

[324] *Tethyan vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1270.

de expropiación, los riesgos políticos que incluye los conflictos sociales, la guerra, en relación a estos subcomponentes los estados anfitriones no tienen control en tanto están más allá del poder soberano de dicho Estado (Dominguez, 2011, p. 125). Un aspecto que cabe destacar es que estos riesgos son inherentes a la inversión en el extranjero, particularmente en los países en desarrollo.

Estamos de acuerdo de que en el caso *Tethyan vs. Pakistán*, los tribunales han perdido la oportunidad de proporcionar un razonamiento claro en apoyo de sus conclusiones sobre la cuestión del riesgo de expropiación. Ahora bien, siguiendo a Bergolla, en la doctrina y la práctica jurisprudencial ha sido materia de debate la cuestión de incluir o excluir el riesgo de expropiación en el análisis cuántico del riesgo país teniendo en consideración dos laudos arbitrales: *Gold Reserve vs. Venezuela y Venezuela Holdings vs. Venezuela*; y dos escenarios: el primero, si la expropiación fue legal o ilegal y si tiene sentido aplicar el caso Gold Reserve o el caso Venezuela Holding; y, el segundo, la evaluación del riesgo de expropiación existente en el momento de la inversión versus el mayor riesgo de expropiación debido a una percepción creada por el Estado anfitrión (Bergolla, 2017, p. 133).

La lógica subyacente al caso *Gold Reserve vs. Venezuela* responde a que el tribunal arbitral aceptó los argumentos de la parte demandante y determinó excluir el riesgo de expropiación del análisis del riesgo país señalando que no es apropiado aumentar la prima del riesgo país para reflejar la percepción del mercado de que un Estado podría tener la propensión a expropiar inversiones en violación de las obligaciones del TBI[325].

[325] *Gold Reserve vs. Venezuela*, (ICISD Case No ARB/09/01), Laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 841

El demandante había propuesto una tasa de descuento del 8,22 %, en cambio la parte demandada había propuesto una tasa de descuento entre el 15% y 23%[326]. El tribunal arbitral; sin embargo, consideró que la cifra del demandante era demasiado baja porque no incluía otros riesgos, por ese eligió una tasa del 10%[327].

La lógica subyacente al caso *Venezuela Holdings vs. Venezuela* es totalmente diferente en tanto, el tribunal aceptó los argumentos de la parte demandada de que los elementos que incorpora el riesgo país, como el riesgo de expropiación, deben tomarse en consideración para determinar la tasa de descuento. El tribunal impuso una tasa de descuento muy elevada del 18% que incluía el riesgo de expropiación, reflejándose como el tribunal se puso del laudo de uno de los peritos de la parte demandada en tanto dicho porcentaje también fue propuesto por Venezuela[328]. En este caso, el tribunal arbitral determinó que la expropiación era legal, por tanto, decidió que el riesgo de expropiación es parte del riesgo país, por lo que consideraron el riesgo de expropiación al determinar la tasa de descuento[329]. Finalmente, el tribunal arbitral concluyó que el riesgo de una posible expropiación existe en el momento anterior a la expropiación y que los compradores hipotéticos lo tendrían en cuenta al fijar el precio que estarían dispuestos a pagar[330].

[326] Ibid, párrafo 839.
[327] Ibid, párrfo 841.
[328] *Venezuela Holdings, B.V. et al (case formerly known as Mobil Corporation Venezuela Holdings, B.V., et al) vs. Venezuela*, ICSID Case No. ARB/07/27, Laudo, 9 de octubre de 2014. párrafo 366.
[329] *Venezuela Holdings, B.V. et al (case formerly known as Mobil Corporation Venezuela Holdings, B.V., et al) vs. Venezuela*, ICSID Case No. ARB/07/27, Laudo, 9 de octubre de 2014. párrafo 365.

[330]Ibid, párrafo 365.

Sobre lo expuesto, Bergolla considera que a partir de los laudos Gold Reserve y Venezuela Holdings los tribunales arbitrales examinarán excluir el riesgo de expropiación del cálculo del riesgo país cuando s e determine que la expropiación es ilegal como fue en el caso Gold Reserve vs. Venezuela, de la misma manera, cuando un tribunal arbitral considere que la expropiación fue en ejercicio del poder soberano del Estado anfitrión, entonces la decisión del tribunal se centrará en incluir el riesgo de expropiación en el riesgo país (Bergolla, 2017, p. 133).

Una mirada al análisis del tribunal arbitral del caso Venezuela Holding conlleva a razonar de que un inversionista razonable tiene conocimiento de que la expectativa de obtener una tasa de rendimiento alta en un país desarrollado es muy diferente que en un país en desarrollo (Blair y Kannan, 2008, p. 241). Desde la mirada de los inversionistas, ellos son conscientes de que los Estados anfitriones suelen expropiar sus inversiones, bajo ese punto, dependiendo del tipo de mercado que invierta los inversionistas, sea en un país en desarrollo o país desarrollado con una economía emergente, el riesgo de expropiación y la incertidumbre política del país debería ser conocido por los inversionistas al momento de la inversión, como sucedió en el caso *Flughafen vs. Venezuela*[331]. Desde la mirada de los Estados receptores de inversión, tienen un incentivo para mostrar un riesgo país bajo, en tanto un riesgo alto significaría que el Estado anfitrión tendría que ofrecer más garantías al inversionista extranjero y ofrecer una tasa de rendimiento más alta (García, 2011, p. 121).

Marcos García Domínguez señala que los tribunales arbitrales deberían excluir los sub riesgos (riesgo de expropiación) controlados exclusivamente por el gobierno del Estado

[331] *Flughafen vs. Venezuela*, (Caso CIADI No. ARB/10/19), Laudo, 2014, párrafo 907

anfitrión, siendo el Estado quien estaría en mejor posición para limitar el riesgo en tanto los actos que equivalen a una expropiación depende exclusivamente de su poder soberano (García, 2017, p. 118). En esta medida, sostiene García que los tribunales no deberían reducir la cuantía de los daños para tener en cuenta el riesgo de expropiación (García, 2017, p. 120). Si bien tanto Dorobantu como García sostienen que uno de los riesgos que tiene control total el Estado es el riesgo de expropiación, sostiene también que este riesgo si fuese incorporado al análisis cuántico del riesgo país generaría una reducción en el monto de la compensación que otorgue el tribunal arbitral y así una ganancia inesperada al Estado, esto se traduce en que los Estados serían más propensos a expropiar, dado que a mayor riesgo de expropiación genera un mayor riesgo país lo que genera se reduzca la compensación, esto se pudo reflejar en el caso Gold Reserve vs. Venezuela (Dorobantu, Maniatis y Dupont, 2016, p. 225).

No obstante, la discusión de excluir o incluir el riesgo de expropiación conforme señala Dorobantu es bajo el contexto de análisis entre el momento de la inversión y el momento de la expropiación (Dorobantu, Maniatis y Dupont, 2016, p. 226). En ese sentido, Dorobantu analiza de que es preferible un estándar de daños donde se incluya el riesgo de expropiación en el cálculo del riesgo país en tanto es más beneficioso para un Estado anfitrión puesto que mayor nivel de expropiación significa un mayor nivel de riesgo político que genera un monto de indemnización menor que el Estado anfitrión tendría que pagar y una mayor disminución del valor de la inversión que soportará el inversor y reduce el efecto disuasorio de los daños (Dorobantu, Maniatis y Dupont, 2016, p. 226). Dicha posición es congruente con Bergolla al sostener que parece poco probable que los tribunales arbitrales comiencen a excluir el riesgo de expropiación del riesgo país en tanto los TBI crean causas especiales de acciones para que los inversores se recuperen

en casos de expropiaciones ilegales, y estos instrumentos no están diseñados para prohibir acciones expropiatorias en virtud al derecho soberano de los Estados anfitriones de expropiar inversiones extranjeras sino de crear obligaciones a los Estados de proporcionar una compensación justa por la inversión expropiada de manera que respete los derechos del inversionista (Bergolla, 2017, p. 131).

Ahora bien, continuando con los puntos de debate que en nuestra consideración es relevante analizar desde un punto de vista doctrinario y jurisprudencial, así como la situación fáctica del caso, es preciso señalar también que Tethyan alegó que había realizado estudios de viabilidad y había invertido más de USD 240 millones (Anexo 1) en la preparación de la mina antes de que el gobierno de Pakistán se negara a otorgar la licencia en el año 2011 y el proyecto minero se estancara[332].

El reclamante presentó una demanda ante el CIADI contra Pakistán por la denegación de una licencia minera. Tethyan alegó que la denegación de la licencia minera privó a Tethyan de los beneficios futuros que habría obtenido de la explotación de una mina en Reko Diq, en la provincia paquistani de Baluchistán. En el proceso arbitral, Tethyan se basó en gran medida en estudios de viabilidad que habría proporcionado al gobierno de Baluchistán, evaluando la viabilidad económica, financiera y técnica de un proyecto minero y contemplando su expansión futura[333].

Es preciso señalar que el experto cuántico de la demandante señaló que una de las deficiencias principales del método DCF, cuando se aplica al cálculo del valor justo de

[332] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1230.
[333] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 141.

mercado de proyectos mineros de larga duración, es que no existe una forma razonable de saber cómo el mercado descontaría el riesgo en cada flujo de efectivo para un proyecto minero específico[334]. La demandante también argumentó que el monto de su pérdida debía cuantificarse con base en el método de valoración DCF por tres razones: (i) el método DCF está respaldado por estándares reconocidos en la industria minera como los estándares del Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo (CIM); (ii) el demandante ha proporcionado amplia evidencia de los aportes del DCF, incluyendo el estudio de prefactibilidad que demostró décadas de rentabilidad incluso en condiciones de mercado desfavorables y el estudio de prefactibilidad que demostró las enormes reservas de oro de Reko Diq; y (iii) el método DCF es adecuado para valorar proyectos mineros en etapa de desarrollo[335].

Por su parte, el demandado propuso como método de valuación las transacciones pasadas y rechaza el DCF por los siguientes motivos: primero, señaló que solo 1 de cada 10 000 proyectos de exploración da como resultado una mina productiva y argumenta que, incluso sobre la base de un estudio de factibilidad bien preparado, el riesgo de falla sigue siendo sustancial, es decir, un 10%; segundo, se debe excluir como método el DCF debido a los riesgos tecnológicos, logísticos, de infraestructura y regulatorios, que surgen de un proyecto minero; y, tercero, la parte demandante no ha demostrado rentabilidad o certeza suficiente de la viabilidad del proyecto puesto en marcha en el futuro[336].

---

[334] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 340.
[335] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1471.
[336] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1492.

Con respecto a los daños, el tribunal se enfrentó a la duda de si el enfoque de flujo de caja descontado podría aplicarse en el caso. El tribunal consideró apropiado el método DCF, pues no consideró ninguna incertidumbre en el proyecto minero en tanto que el reclamante había adjuntado estudios de factibilidad que habrían demostrado los planes del inversionista para el proyecto minero, cuyos activos minerales eran el cobre y oro.

Por su parte, uno de los factores que se analizó en la aplicación del método DCF fue la fluctuación de los precios durante los 56 años de vida útil de la mina. El tribunal redujo la valoración de Tethyan y otorgó al demandante más de USD 4 millones en daños.

La concepción de lo que regula el CIMVAL[337] ayudará a comprender por qué los tribunales arbitrales adoptan el método DCF apoyándose en el Código CIMVAL 2019 (Canadian Institute of Mining). Esto muestra la utilización de los tres enfoques de valuación explicados en el segundo capítulo que respaldan expresamente los métodos de valuación basada en los ingresos como el DCF para bienes clasificados como activos de desarrollo. Asimismo, este código identifica los enfoques de valoración para cada etapa del proyecto.

Asimismo, el tribunal arbitral adoptó el método DCF, porque se comparó al proyecto minero Reko Diq como una propiedad de exploración en etapa avanzada. Además, cuantificó los daños de la expropiación del proyecto de cobre y oro en la etapa de estudio

[337] El Comité Especial del instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo sobre valoración de propiedades minerales (CIMVAL) regula lo concerniente a las reservas y recursos sujetos a exploración. Esto se divide en propiedades de exploración en etapa inicial y en etapa avanzada que contienen información preliminar sobre el diseño de la mina, viabilidad técnica e información geológica sobre la estructura, cantidad de material y concentración de metales del depósito. Su valoración tiende a ser hecha con frecuencia bajo el enfoque de mercado o de ingresos.

de factibilidad, y señaló su capacidad para incorporar de manera confiable el efecto del riesgo, su uso y aceptación en la industria minera.

El tribunal arbitral aborda los aspectos sobre el método de valoración señalada por ambas partes, adoptando el DCF y concede importancia a la opinión del CIMVAL, porque constituye una prueba de la metodología de valoración que probablemente haya sido utilizada en la práctica por un comprador en el mercado limitado de empresas mineras a gran escala. También, considera que el Proyecto Reko Diq calificaría como una propiedad de exploración en etapa avanzada; para ello, CIMVAL usa un enfoque de ingresos[338].

Finalmente, el tribunal en Tethyan se basó en el método DCF para cuantificar los daños de la expropiación del proyecto minero en la etapa de estudio de factibilidad. El laudo otorgó a Tethyan casi USD 6 millones en daños incluidos intereses. Esa cantidad representaba alrededor del 2% de PBI de Pakistán, por lo cual objeto de diversas críticas en tanto fue percibida como una percepción injusta.

En estos casos, se puede analizar que unos de las condiciones para que sea viable la aplicación del método DCF es que el reclamante presente pruebas convincentes de su capacidad para producir ganancias. En otras palabras, los demandantes deben establecer suficientemente la probabilidad de lucro cesante para que sea la base de los daños indemnizables. Un ejemplo de esto es presentar un registro minucioso de sus éxitos basado en la experiencia de expertos calificados o registros corporativos que

[338] *Tethyan v. Pakistan* (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 348.

establezcan en el balance de las probabilidades de que la empresa hubiera producido ganancias de la concesión frente a los riesgos particulares involucrados[339]. Asimismo, a partir de los casos Tethyan y Gold Reserve, se puede apreciar que los tribunales arbitrales han aceptado el método DCF como el método apropiado para cuantificar los daños debido a la naturaleza mercantil del activo minero, que en ambos casos fue el oro.

3.2.2.2Tribunales que rechazaron el método DCF

Otros dos casos ilustran el rechazo del enfoque de flujo de caja descontado o DCF. Estos casos son *Bear Creek Mining vs. Perú*, *Crystallex vs. Venezuela, Rusoro vs. Venezuela, Khan vs. Mongolia y South American Silver vs. Bolivia*. A continuación, se revisará su jurisprudencia.

Caso *Bear Creek Mining Corporation vs. Perú*

Como se narró en los hechos fácticos en el primer capítulo, Perú, mediante el Decreto Supremo Nº 032-2011-EM, derogó el Decreto Supremo N° 083-2007-EM. Este último decreto fue promulgado en el amparo del artículo 71° de la Constitución Política del Perú que había declarado de necesidad pública la inversión privada en las actividades mineras. Bajo esa declaración, Bear Creek Mining Corporation podría adquirir siete concesiones mineras, denominadas en conjunto por la empresa como «proyecto Santa Ana», sujetas a la obtención de la autorización del gobierno peruano.

[339] Compañía de Aguas del Aconquija y Vivendi Universal v. Argentina (ICSID Case No. ARB/97/3), Laudo, 20 de agosto de 2007, párrafo 8.3.8

Como se ha mencionado en líneas anteriores, en el año 2007, el gobierno emitió un decreto que reconocía el proyecto como una necesidad pública y autorizaba al demandante a adquirir las concesiones mineras. Cuatro años más tarde, ante las protestas de las comunidades indígenas, el gobierno emitió un nuevo decreto revocando las concesiones de la demandante. Esta presentó una demanda arbitral ante el CIADI, reclamando daños y perjuicios por un valor de USD 522 millones, basándose en un modelo de valoración DCF, tal como se puede apreciar en el Anexo 2 de la tesis[340].

Como apoyo a la cuantía de su reclamo, el demandante sostuvo que, en el transcurso del tiempo, había desarrollado actividades de exploración en los terrenos de las comunidades indígenas. Ello demostraría que es irrazonable que se haya negado la concesión minera y que la rentabilidad futura debería también estimarse en el presente caso, más aún porque Bear Creek era titular de los derechos de explotación y exploración de las áreas de concesión[341]. Asimismo, la demandante señaló que, si bien el proyecto enfrentó oposición de las comunidades indígenas, una licencia social para operar podría haberse obtenido a través de una consulta previa si se hubiera brindado la oportunidad de invertir el tiempo y dinero para hacerlo[342].

Por otro lado, Perú argumentó que el método DCF era inapropiado y, en cambio, argumentó que el cálculo de los daños debería hacerse determinando los montos realmente invertidos por la demandante[343]. Además, Perú contestó la demanda

[340] Bear Creek vs. Perú (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2007, párrafo 572
[341] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 209.
[342] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 367.
[343] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, Parrafo 632- 655

señalando que el método DCF era demasiado especulativo, en tanto Bear Creek requería aprobaciones gubernamentales para la fase de explotación de los recursos naturales y que la oposición de la comunidad podría frustrar el proyecto.

El tribunal se negó a aplicar el método DCF basándose en lo siguiente: el proyecto minero Santa Ana aún se encontraba en una etapa inicial de desarrollo; el inversor no había obtenido la licencia social y otras aprobaciones regulatorias necesarias para continuar con el proyecto; y las comunidades seguían oponiéndose a la mina. El tribunal arbitral sostuvo que justamente estos factores crearon duda sobre si la inversión habría sido rentable.

El tribunal sostuvo que no hubo otros proyectos similares en la misma área y que no hay pruebas que avalen una trayectoria de operación exitosa o rentabilidad futura de Bear Creek. Por ello, el cálculo de la indemnización de la demandante *no puede* realizarse por el DCF, dado que el proyecto carecía de historial de rentabilidad, motivo por el cual era demasiado especulativo y, por tanto, la demandante debía aportar pruebas convincentes de su capacidad para producir utilidades. Dichas pruebas podrían incluir experiencia (expertos competentes) o registros societarios que establezcan que se habrían obtenido utilidades de la concesión[344].

El tribunal encontró a Perú responsable por la expropiación del proyecto, pero se negó a otorgar daños basándose en una valoración DCF. Así, el tribunal arbitral concluye que

[344] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 599-600

el método DCF es impreciso y poco fiable; esto se debe a que, coincidiendo con la parte demandada, el proyecto se encontraba en una etapa temprana y, por ello, señaló que el proyecto carecía de muchas aprobaciones gubernamentales en el momento de la expropiación. Aunado a ello, el tribunal arbitral señaló que, en controversias entre inversionistas y Estados, un tribunal arbitral nunca ha otorgado una indemnización sobre la base de un modelo DCF para activos no productivos, que es el caso del proyecto Santa Ana, dado que nunca entró en producción[345]. El tribunal otorgó daños y perjuicios con base en los montos invertidos, que fueron evaluados en aproximadamente USD 18 millones[346].

Caso *Crystallex vs. Venezuela*

Crystallex vs. Venezuela[347] representa un caso en que el enfoque basado en el mercado se considera apropiado para valorar un proyecto en etapa temprana de desarrollo, es decir, un proyecto no productivo. El demandante había celebrado un contrato minero con una empresa estatal venezolana para desarrollar la mina de oro Las Cristinas. Para iniciar las operaciones, el reclamante necesitaba obtener una serie de permisos y autorizaciones de entidades venezolanas que finalmente fueron denegados. Venezuela se negó a otorgar de manera arbitraria el permiso que pretendía obtener Crystallex del Ministerio del Ambiente para explotar el proyecto minero Las Cristinas y, finalmente, rescindió el Contrato de Explotación Minera (en adelante, COM).[348]. El demandante inició un arbitraje en el CIADI en virtud del TBI entre Venezuela y Canadá, solicitando

[345] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 590.
[346] *Bear Creek vs. Perú* (ICSID Case No. ARB/14/21), Laudo, 2017, párrafo 578.
[347] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 2016, 4 Apr. 2016.
[348] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 2016, párrafo 637-643.

una indemnización por un monto ascendente a USD 3 160 millones, tal como se aprecia en el Anexo 1 de la tesis.

Los expertos en valuación de la demandante propusieron un método de enfoque de mercado, esto es, el método de compañías comparables y modelo de múltiplos de mercado basado en compañías mineras de oro que cotizan en bolsa y son supuestamente comparables. En ese sentido, analizaron la evolución del precio de las acciones de Crystallex a lo largo del tiempo (antes y después de la expropiación)[349]. Las empresas comparables fueron seleccionadas con base en sus operaciones, así como en la naturaleza de su industria y el perfil de riesgo del país donde desarrollen sus operaciones. Como se señaló en el capítulo anterior, el método de compañías comparables, variante del enfoque de mercado, suele ser un método apropiado para evaluar del daño cuando la inversión afectada representa el único activo del reclamante; así, se puede identificar a las empresas que cotizan en la bolsa y que sean lo suficientemente similares.

Por su parte, los expertos cuánticos del demandado señalaron que un enfoque de costos es el método apropiado para cuantificar el valor justo de la inversión[350]. En tal sentido, el tribunal arbitral indicó que, considerando que el enfoque de costos es un método retrospectivo susceptible en ciertos casos en los que no hay un registro de rentabilidad, su aplicación llevaría a resultados excesivamente especulativos e inciertos[351]. Más aún,

[349] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 2016, párrafo 901.
[350] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016 párrafo 825.
[351] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 881.

el tribunal sostiene que el método del enfoque de costo no reflejaría el valor justo de mercado de la inversión, puesto que, por definición, sólo evalúa lo que se ha gastado en el proyecto en lugar de cuál es el valor de mercado de la inversión.

Respecto a lo anterior, el tribunal arbitral considera apropiado y confiable el enfoque de mercado por las siguientes razones:

Primero, la metodología del mercado de acciones refleja el cálculo por parte del mercado del valor actual de las ganancias futuras, descontado respecto de todos los riesgos conocidos o susceptibles de ser conocidos por el público (incluidos los precios del oro, las prórrogas contractuales y el riesgo país)[352].

Segundo, Crystallex era una empresa de activo único y los derechos de los que gozaba Crystallex en virtud del COM en relación con Las Cristinas eran ese único bien. Por ende, cualquier comprador que adquiriera la totalidad de las acciones de Crystallex habría adquirido el valor total de los derechos de Crystallex en virtud del COM y, en principio, habría estado interesado principalmente en ese único bien y habría valorado la empresa en función de él[353].

Tercero, las acciones de Crystallex se negociaban activamente y muy a menudo en dos bolsas de valores principales destinadas a empresas mineras. Por eso, las transacciones generaban información en materia de fijación de precios —en forma

[352] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 890.
[353] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 890.

constante— que refleje las expectativas de múltiples compradores y vendedores independientes sobre la base del valor subyacente de la compañía. En ese sentido, el valor en bolsa reflejará la valoración de ese bien[354].

Finalmente, como apoyo de sus argumentos, el tribunal arbitral, citando la Guía de Valoración de CIMVAL —también conocido como los Lineamientos CIMVAL—, estuvo de acuerdo con el demandante en que el activo materia de disputa era un activo en desarrollo. En adición, sostuvo que el uso del enfoque de comparables (enfoque de mercado) era apropiado para valorar un activo de desarrollo, esto es, el yacimiento mineral en etapa de desarrollo como Las Cristinas[355].

Respecto a esta argumentación, una primera reflexión es que, a diferencia de los casos *Crystallex vs. Venezuela* y *Copper vs. Ecuador*, el tribunal en el caso *Gold Reserve vs.Venezuela* consideró que el método DCF era apropiado para valorar los daños, dado que el Estado demandado había aprobado los estudios de factibilidad realizados por el demandante y, de ese modo, se había comprobado la viabilidad económica del proyecto Brisas[356].

Una segunda reflexión sostiene que, como se ha señalado en el escrito de Dúplica sobre daños en el caso *Glencore vs. Bolivia*, tanto Crystallex como Gold Reserve estuvieron estrechamente relacionados a un factor común, ser minas de oro. Pese a ello, ambos

[354] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 891.
[355] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 901.
[356] *Gold Reserve vs. Venezuela*, (ICISD Case No ARB/09/01), Laudo, 22 de septiembre de 2014, párrafo 834, 542.

tribunales destacaron la importancia y fiabilidad de proyectar flujos futuros debido a la estabilidad del oro.

Como tercera reflexión, el tribunal en *Crystallex vs. Venezuela* señaló que el enfoque de costos, como una metodología retrospectiva, si bien es susceptible de ser utilizada en ciertos casos en los que no hay registro de rentabilidad, concluyó señalando que este método no reflejaría el valor justo de mercado de la inversión en el caso de la minería de oro a cielo abierto en el proyecto Las Cristinas. Esto se debe a que, por definición, este método solo evalúa lo que se ha gastado en el proyecto en el lugar de cuál es el valor de mercado de inversión en el momento relevante[357].

Caso *Rusoro Mining vs. Venezuela*

Rusoro es una sociedad constituida en Canadá que cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto, y que se limitaba a la exploración, extracción y producción de oro. La empresa adquirió varios derechos y proyectos de extracción de oro en Venezuela. El instrumento de análisis es el TBI suscrito entre Canadá y Venezuela, el cual exige que el estándar de compensación se efectúe en función al monto que represente el valor genuino de la inversión y equivalga al valor justo de mercado. La reclamación del demandante se basa en que Venezuela nacionalizó la industria en septiembre del año 2011 en su propio beneficio económico en violación al TBI, en tanto que Venezuela no pagó la indemnización por los derechos mineros adquiridos por Rusoro[358].

[357] *Crystallex v. Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), laudo, 2016, párrafo 881-882.

[358] Venezuela promulgó el Decreto de Nacionalización con rango, valor y fuerza de Ley Orgánica, por medio del cual: - Declaró todos los bienes y obras vinculadas con la minería y la explotación

Al cuantificar los daños, el perito de la demandante aplicó una valoración compuesta por tres métodos diferentes de valoración: el método DCF, transacciones comparables y el método de empresas cotizadas en la Bolsa de Valores. Rusoro reclamó como compensación el valor justo de mercado de la inversión que es el monto ascendente a USD 2 318 millones, tal como se observa en los anexos 1 y 2 de la tesis. Por el contrario, Venezuela, la parte demandada, ofreció como método de valoración el método de valor en libros por los activos expropiados. El tribunal, en aras de establecer el valor justo de mercado, analizó la valoración llevada a cabo por el perito y la capitalización de mercado de Rusoro.

El tribunal explicó que el mercado de las empresas mineras auríferas, según el índice Global del Oro S&P, está relacionado con el precio del oro[359]. El perito analizó el DCF y analiza la cantidad de oro que Rusoro habría producido y vendido; en el caso de los proyectos de exploración aplica el enfoque de costos. El tribunal señaló que, a efectos de que funcione el DCF, debe cumplirse ciertas condiciones, como que la empresa cuente con un historial establecido de desempeño financiero, que existan proyecciones confiables de su flujo de caja y que la empresa esté activa en un sector con baja presión regulatoria[360].

El tribunal rechazó la aplicación el método DCF, por las siguientes razones:

aurífera en Venezuela de utilidad pública e interés social, posibilitó el control estatal de los bienes y los derechos mineros de todas las empresas productoras de oro, ordenó que la compensación a los inversores fuera igual al valor en libros de la inversión.

[359] *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 679.

[360] *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 759.

Primero, el registro histórico de las 5 adquisiciones de la empresa y el tiempo de la expropiación no son racionalmente extensos. La vida media de cada inversión entre la ejecución de la expropiación fue de menos de 5 años. La primera (Agapov) y la segunda (Cradock) adquisición de Rusoro fueron llevadas a cabo en el año 2006, mientras que la tercera (Mena) y la cuarta (Gold Fields) adquisición fueron realizadas en el año 2007[361]. La última transacción (Hecla) tuvo lugar en el año 2007 y derivó en la relación de empresa mixta con el Estado, iniciada en julio de 2008. Sólo tres años después, Venezuela expropió los Derechos Mineros de Rusoro[362].

Segundo, han ocurrido cambios microeconómicos y macroeconómicos entre la inversión y la expropiación. Rusoro aumentó la mineralización del oro disponible. Entre la adquisición de Choco el 10 en noviembre de 2007 y la fecha de valoración, Rusoro aumentó las reservas de 1,83 millones a 4,46 millones y los recursos totales de 7,69 millones a 11,13 millones. Además, el precio del oro se incrementó de USD 784 a USD 1 812 en el índice que representa el valor de las empresas mineras productoras de oro[363].

Rusoro invirtió cuando el precio del oro y de las empresas productoras de oro era bajo. Venezuela decidió expropiar ilícitamente la inversión de Rusoro en un momento en el cual el oro y el valor de los productores de oro había alcanzado su pico más alto. Al

361 *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 773.

362 *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 773.

363 *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016 , párrafo 774.

haber realizado la inversión, Rusoro corrió el riesgo de enfrentar alto y bajos en los precios del oro. En este caso, los precios se incrementaron[364]. El punto central de este caso es que Venezuela decidió expropiar ilícitamente la inversión de Rusoro en un momento en el cual el oro y el valor de los productores de oro habían alcanzado su pico histórico. La lógica subyace en que, a partir del caso *Rusoro vs. Venezuela*, los árbitros deberán evaluar cual es el impacto de que los Estados expropien a los inversores del sector de recursos naturales cuando los precios de las materias primas aumenten, porque, de ser así, los inversores soportarían las pérdidas de los precios de la materia prima que se desploman.

Tercero, la valoración del mercado bursátil que se le hizo a la empresa Rusoro era alta hasta antes de la expropiación.

En suma, el tribunal rechazó el método DCF porque ciertas circunstancias hacían inapropiado el uso del método: (i) la falta de antecedentes comprobados de desempeño financiero, (ii) el precio altamente volátil del oro y el desafío de evaluarlo retrospectivamente, (iii) la creciente presión regulatoria en el sector del oro venezolano y (iv) la imposibilidad de predecir con certeza la manera en que los flujos de caja futuro serían afectados. Por lo tanto, según el razonamiento del tribunal, fue inapropiado aplicar el DCF.

364 *Rusoro vs Venezuela* (ICSID Case No. ARB/12/5), Laudo, 22 de agosto de 2016, párrafo 775.

El tribunal finalmente otorgó daños por el monto ascendente de USD 966,5 millones como compensación por la expropiación de la inversión, tal como se observa del Anexo 1 de la tesis.

Como reflexión, podemos señalar que el método que utiliza el tribunal en el caso *Rusoro vs. Venezuela* es el método de mercado de transacciones comparable, es decir, aquella comparación con otras empresas auríferas similares a las características que se encuentran cotizando en el mercado bursátil; ello es ajeno a la subjetividad en el cálculo que lo hace el método DCF. Además, dado que fue sujeto a análisis, las medidas del año 2009 y 2010 —que afectaron gravemente las acciones de la bolsa de valores por el aumento de percepción del riesgo y el valor de las acciones— estaban propensas también a la volatilidad de la bolsa y colapsó totalmente con el decreto de nacionalización.

Como ya fuese explicado a lo largo de los capítulos anteriores, los métodos de valorización propuesto por los expertos cuánticos y analizados por los tribunales arbitrales siguen los principios de los Lineamientos de CIMVAl. Estos proporcionan el estándar del mercado para valorar los activos mineros y corroboran la aplicación generalizada de los métodos de mercado en las valorizaciones mineras. Los métodos de enfoque basado en el mercado son de especial utilidad en la valoración de recursos auríferos, los cuales son menos susceptibles de ser valorados mediante un DCF, pero que indiscutiblemente tienen valor.

Como reflexión final, vale la pena citar que, en el caso *Rusoro vs. Venezuela*, el tribunal arbitral, a diferencia del tribunal en el caso *Crystallex vs. Venezuela,* consideró que existían ciertas circunstancias por las cuales el uso del método DCF sería inadecuado para valorar el valor justo de la inversión del reclamante. Estas son las circunstancias en las que se basó: (i) el precio del oro era muy volátil y la expropiación ocurrió cuando el oro estaba en sus máximos históricos, lo que dificultó recrear las expectativas del mercado en la fecha de la expropiación; y (ii) el sector del oro venezolano había sufrido una creciente presión regulatoria.

Caso Khan vs. Mongolia

El caso Khan vs. Mongolia se trata de una disputa respecto a una licencia minera y una licencia de exploración que permitían la explotación de material radiactivo en áreas específicas de Mongolia. Estas licencias fueron posteriormente suspendidas e invalidadas por supuestas violaciones al Tratado de la Carta de Energía.

La parte demandante señala que el uso de un método DCF es apropiado para determinar el valor justo de mercado de la inversión, pues el demandante había obtenido un estudio de viabilidad y había establecido reservas probadas[365] de una mina. Por lo tanto, no importa que la mina no haya entrado realmente en plena producción, que no sea un negocio en marcha en funcionamiento o un proyecto de inversión en desarrollo, o que haya estado en una de las primeras etapas de desarrollo. El método DCF es apropiado para estas circunstancias, señaló el demandante. [366]

[365] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2015, párrafo 391.
[366] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2015, párrafo 361.

Si bien los expertos de las partes presentaron al tribunal tres metodologías diferentes, incluida una valoración DCF defendida por los demandantes. El tribunal estuvo de acuerdo con la parte demandante en el sentido de que, en el caso de una mina con reservas probadas, el método DCF a menudo se considera una metodología apropiada para calcular el valor justo de mercado. No obstante, luego sostuvo que una serie de factores e incertidumbres hicieron el uso del DCF poco atractivo y especulativo[367].

El tribunal arbitral especificó que las incertidumbres que afectaron al proyecto minero son las siguientes: (i) cómo se habría financiado el proyecto; (ii) si el demandante habría podido poner en marcha el proyecto, es decir, haber llevado el proyecto a la etapa de producción; y (iii) el compromiso a largo plazo del reclamante con el proyecto.

Señalado las incertidumbres que afectaron el proyecto, el tribunal sostuvo que la combinación de estos factores conlleva a que el nivel de certeza requerido para que se utilice el DCF no se logre; por lo tanto, concluyó que el método DCF es inapropiado y que cualquier daño calculado a través de este método sería demasiado especulativo[368].

El tribunal de Khan Resources no adoptó ninguna de las tres metodologías presentadas por los expertos de ambas partes, pero consideró que el valor real de la inversión de Khan se refleja mejor en las ofertas hechas por la mina y por las acciones de Khan[369]. Por tanto, el tribunal considera que el verdadero valor de la inversión de Khan se refleja mejor en las ofertas hechas por la mina o por las acciones de Khan Canada en el período

[367] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2015, párrafo 420.
[368] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2 de marzo de 2015, párrafo 393.
[369] *Khan vs. Mongolia* (PCA Case No. 2011-09), Laudo, 2 de marzo de 2015, párrafo 392.

relevante y alrededor de este, en comparación con las metodologías más tradicionales propuestas por las Partes.

Caso *South American Silver vs. Bolivia*

South American Silver vs. Bolivia[370] representa un caso en que el enfoque basado en costos se considera apropiado para valorar un proyecto en etapa temprana de desarrollo. El demandante había adquirido concesiones mineras para el proyecto de plata Malku Khota en Bolivia.

La gran oposición social por parte de las comunidades nativas con el demandante habría impedido que el proyecto minero llegara a la etapa de explotación y producción (etapas explicadas en el primer capítulo), lo que hizo que Bolivia revocara las concesiones mineras en el mes de junio del año 2012[371]. Según la demandada surgieron varios factores para que el proyecto minero nunca hubiese logrado llegar a la etapa de explotación. Los factores son: 1) el proyecto minero se encontraba en la etapa del PEA (Preliminary Economic Assessment), es decir, en la etapa más incipiente del proceso de desarrollo de un proyecto minero; no obstante, no se realizaron los estudios de Estudio de Impacto Ambiental y un estudio de prefactibilidad a fin de iniciar el proceso de obtención de licencias, por el cual sostuvo que la viabilidad económica del proyecto era incierta, 2) la existencia de recursos minerales del proyecto no implica que sea viable técnica y económicamente puesto que sólo a través de los estudios de pre-factibilidad y

[370] *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/11/2), Laudo, 4 abril 2016.

[371] *South American Silver vs. Bolivia,* (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, párrafo 767

factibilidad se identifican las reservas minerales económicamente extraíbles siendo posible así evaluar la viabilidad económica de la explotación del proyecto, 3) era incierto que el Proceso Metalúrgico[372] pudiese extraer económicamente los metales del proyecto, 4) no se llevó a cabó la consulta previa, requisito necesario para la explotación. Por su parte, ambas partes acordaron que la valuación de los daños según la etapa de desarrollo del proyecto minero no es confiable el DCF[373].

En el momento de la reversión de las concesiones mineras, si bien sólo se había llevado a cabo una PEA, se había establecido la existencia de recursos minerales. Habiendo encontrado el tribunal arbitral a Bolivia responsable de la expropiación directa al determinar que Bolivia fue responsable de revocar las concesiones mineras sin compensación, el tribunal pasó a analizar la cuestión de la cuantía de la compensación. El demandante solicitó daños y perjuicios basándose en los enfoques de mercado, mientras que el demandado se basó en el método de valoración en costos puesto que argumentó que el proyecto permanecía en una etapa inicial sin ninguna actividad minera[374].

El tribunal arbitral sostuvo que el proyecto permanecía una etapa incipiente con importantes trabajos de exploración pendientes pero ningún estudio de prefactibilidad. Aunado a ello el tribunal indicó que existían incertidumbres que rodeaban el alcance de

[372] El proceso metalúrgico es aquel proceso donde se extrae los metales a través de lixiviación con ácido clorhídrico lo cual ha sido demostrada a escala comercial con otros proyectos mineros exitoso. (Párrafo 731, laudo South American Silver vs. Bolivia.
[373] *South American Silver vs. Bolivia*, (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, párrafo 742
[374] *South American Silver vs. Bolivia*, (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, párrafo 771

los recursos minerales y al proceso metalúrgico, como, por ejemplo, de que el proceso metalúrgico no haya sido probado en una planta piloto y que por tanto no existía certeza de que el proceso metalúrgico pudiese funcionar para extraer económicamente los metales del proyecto, en particular el indio y el galio lo que afectaría gravemente la viabilidad técnica y económica del proyecto, lo que hacía difícil valorar el proyecto minero con precisión[375].

Debido a las incertidumbres antes señaladas, el tribunal arbitral determinó que el proyecto minero que no estaba en la etapa productiva, no se encontraba en una etapa avanzada puesto que solo contaba con un PEA y no había adelantado un estudio de prefactibilidad, asimismo que no tenía reservas minerales, y que no existía certeza de que los metales pudiesen ser extraídos económicamente mediante el proceso metalúrgico, dichas condiciones de avance del proyecto generaron dudas sobre la viabilidad económica[376].

Por las razones antes señaladas, el tribunal arbitral determinó la aplicabilidad del método de valoración basado en los costos del proyecto y otorgó el reembolso de los gastos de exploración por el monto ascendente a $ 18,7 millones de dólares[377].

[375] *South American Silver vs. Bolivia*, (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, Párrafo 822
[376] South American Silver vs. Bolivia, (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, Parrafo 823
[377] *South American Silver vs. Bolivia,* (PCA Caso No. 2013-15), Laudo, 22 de noviembre de 2018, Parrafo 86

Como se mostró anteriormente, los tribunales arbitrales realizaron un análisis de los hechos para valorar los proyectos mineros en etapa inicial de desarrollo. Los casos descritos reflejan una variedad de enfoques de valoración y diversos resultados que demuestran una comprensión cada vez más sofisticada de la industria minera por parte de los tribunales. Una consideración clave en tales evaluaciones es cómo el riesgo político (riesgo país) impacta en un proyecto minero extranjero, donde es el Estado anfitrión quien destruye el proyecto o lo hace económicamente inviable cambiando su régimen regulatorio respecto a las leyes en minería, que es lo que se ha podido advertir en los casos descritos.

Los ejemplos comunes incluyen la cancelación de concesiones mineras, la denegación de permisos y la denegación de la licencia social para operar. En muchos casos, dichos proyectos mineros, al encontrarse en una etapa inicial o al no haber alcanzado la fase de producción, carecen de un historial de desempeño financiero. En este punto, los tribunales arbitrales desempeñan el rol en determinar si una inversión en etapa inicial ha alcanzado los atributos necesarios para conceder daños y perjuicios basados en la certeza razonable de la rentabilidad futura, la cual depende de la noción de negocio en marcha en el análisis cuántico.

Desde esta perspectiva, parece ser que diversos tribunales arbitrales han decidido que el flujo de caja descontado es un método inapropiado para aplicar sobre un asunto relacionado a expropiaciones ilegales y expropiaciones indirectas de un proyecto minero que se encuentre en fase inicial. Lo anterior será el caso en las siguientes circunstancias: (i) cuando el proyecto minero permanece en una etapa inicial con trabajos de exploración pero sin contar con algún estudio de prefactibilidad, lo que hace

difícil valor el proyecto con grado de objetividad; (ii) cuando el proyecto minero, siguiendo los estándares CIMVAL, representa un activo de desarrollo en el momento de la expropiación y no se conocía el tamaño de los depósitos mineros con reservas probadas, en tanto el valor de estos depósitos pueden determinarse en función de los precios de mercado —por ejemplo, en casos como Crystallex y Rusoro, el oro, fue menos propenso a las fluctuaciones del mercado que otros productos básicos—; (iii) el proyecto minero se encuentra en una etapa inicial de desarrollo, y carece de muchas aprobaciones gubernamentales y de una licencia social para operar, cuyo riesgo social se vuelve latente en el proyecto minero.

Son estos casos, Crystallex y Rusoro, donde el enfoque de mercado es un método ampliamente usado por los tribunales arbitrales para evaluar la compensación en el arbitraje internacional. Este sigue los estándares de la Guía de Valoración CIMVAL que sostuvo que el uso de un enfoque de comparables es apropiado para valorar un activo de desarrollo como un proyecto minero en fase inicial.

3.3 Análisis y postura en relación con una compensación justa

Postura a favor del inversionista o a favor del Estado

A fin de analizar nuestra postura, es preciso resaltar que el uso del método de valoración del flujo de caja descontado propicia la inflación de las cuantías de las reclamaciones de los demandantes bajo el contexto de un arbitraje de inversiones ante el CIADI. Dicho esto, la razón por la cual las alegaciones de los Estados demandados que intentan desestimar las valoraciones de las reclamaciones bajo el método DCF de los

demandantes son dejadas de lado se basa en que los tribunales arbitrales analizan de forma errónea la rentabilidad futura sosteniendo de que si no existe certeza razonable ello no es obstáculo para que se pueda conceder daños cuando un inversionista haya sufrido una pérdida en su inversión (Boué, 2024, p. 5).

Tal como señala Boué, los Estados demandados a menudo desestimarán las demandas de los inversionistas cuyo método de valoración se apoye en el DCF no sólo porque no están de acuerdo con el hecho de la rentabilidad futura a fin de alegar que las proyecciones de flujo de caja futuro del DCF son especulativo sino que las principales razones por las que los Estados demandados descalifican al método DCF es que cuando se trata de proyectos sin ningún historial de rentabilidad, las estimaciones contenidas en un plan de negocios no constituye ninguna prueba e indicio de alguna rentabilidad en el futuro (Boué, 2024, p. 10).

Si bien como hemos analizado en los casos, la aplicación del método DCF siempre ha dependido de que la inversión sea una empresa en marcha o empresa en funcionamiento con historial de varios años de rentabilidad, lo cual es concordante con la postura de las Directrices del Banco Mundial (Marzal, 2021, p. 277), dicho enfoque ha sido criticado y desestimado debido a que tanto la doctrina como la jurisprudencia reciente sostienen que la ausencia de un historial de rentabilidad no significa que no habrá rentabilidad en el futuro y que la incertidumbre sobre los flujos de efectivo futuro no es razón para evitar el método DCF (Haberman y Perks, 2021, p. 189). En ese sentido autores como Haberman y Perks sostienen que desde la perspectiva de un experto cuántico es erróneo sostener que el método DCF sea inapropiado porque se considere demasiado especulativo en tanto si bien un historial de rentabilidad otorga una mayor

confianza al valuador en que se logrará un nivel de flujos fututos esperados, no es un requisitos necesario dado que se podría compensar mediante la tasa de descuento, siendo uno de los elementos más importantes de una valoración DCF (Haberman y Perks, 2021, p. 189).

Así, el autor Marzal señala que como resultado la jurisprudencia se orienta a acercar el análisis del modelo DCF junto a un análisis financiero, dicha óptica debería ser tomado en consideración por los árbitros dejando de lado la discusión de los daños que sean meramente especulativos para reemplazarlo por un problema probatorio con el fin de determinar las ganancias futuras como se pudo apreciar en el caso *Bear Creek vs. Perú* (Marzal, 2021, p. 269*)*. En este caso, el tribunal arbitral consideró que el método DCF no era apropiado puesto que la viabilidad futura del proyecto era todavía demasiado especulativa e incierta, por tanto, ya no era relevante evaluar el historial de rentabilidad del proyecto Santa Ana[378]. El tribunal determinó que era mejor emplear el método del monto realmente invertido por el demandante[379]. Un aspecto que se puede destacar de este caso es que si bien el tribunal arbitral determinó que la parte demandada fue responsable de la expropiación indirecta, la clave para rechazar el método DCF fue que el proyecto minero aún se encontraba en una etapa inicial y que no había recibido muchas de las aprobaciones gubernamentales y permisos ambientales que se requería para continuar, por tanto el tribunal arbitral determinó que era poco probable que el proyecto minero obtuviera la licencia social y que no había pruebas que avalen una trayectoria de operación exitosa o rentabilidad futura, y que el demandante no cumplió con la prueba de establecer que una inversión como una concesión podría haber sido

[378] *Bear Creek vs. Perú,* (Caso CIADI No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 604
[379] Ibid, párrafo 604.

rentable al presentar suficientes pruebas y un historial de rentabilidad de las concesiones que había operado[380].

Tanto el caso *Bear Creek vs. Perú* como la disputa *South American Silver vs. Bolivia* demuestran como los tribunales arbitrales más allá de analizar si los daños tienen carácter especulativo examinan que el estado de desarrollo de un proyecto minero a la fecha de la expropiación juega un rol fundamental para aceptar o rechazar el método DCF, siendo que como en estos casos los tribunales arbitrales decidieron rechazar el método DCF por tratarse de proyectos minero que no se encontraban en la etapa operativa, es decir, aquellos proyectos que no alcanzaron el nivel de explotación y producción de recursos minerales lo que generó incertidumbre en los árbitros para determinar la viabilidad económica del proyecto minero.

Es de particular importancia señalar que los Estados anfitriones que generalmente son países en desarrollo siempre están en el banquillo de los acusados en los procedimientos arbitrales ante el CIADI lo que da a lugar a una estructura de incentivos económicos en lo que respecta a la exageración de las cuantías de las reclamaciones de los inversionistas en el momento de la presentación de sus demandas arbitrales ante el CIADI (Boué, 2024, p. 9). Un ejemplo son todos los laudos relacionados con expropiaciones en su mayoría en Venezuela (*Gold Reserve vs. Venezuela*, *Crystallex vs. Venezuela, Rusoro vs. Venezuela*), donde la combinación de la riqueza mineral de Venezuela, las importantes necesidades de atracción de inversión extranjera y las políticas expropiatorias del presidente Chávez, aumentaron la percepción general del

[380] *Bear Creek vs. Perú,* (Caso CIADI No. ARB/14/21), Laudo, 30 de noviembre de 2017, párrafo 600, 603.

riesgo país que sirvió como base para el inicio de diversos arbitrajes entre inversionistas y países en desarrollo en los últimos años (Bergolla, 2017, p. 126).

Así, dichos incentivos económicos se reflejan en la inflación de las cuantías de reclamaciones y el creciente aumento de enormes sumas concedidas en los laudos arbitrales por daños que en muchos casos alcanzan cifras millonarias, como se ha podido ver en el caso *Tethyan vs. Pakistán* (USD 5 480 millones de dólares, incluido los intereses), monto que representaba aproximadamente a un rescate financiero del Fondo Monetario Internacional destinado a mantener solvente a todo el país de Pakistán. Cabe recordar que el 03 de julio de 2019 (09 días antes de la emisión del laudo arbitral), el director ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó un acuerdo para Pakistán por un monto de USD 6210 millones como respaldo que ayudaría a Pakistán a reducir la vulnerabilidad económica y generaría un crecimiento sostenible (IMF, 2019).

Como se señaló anteriormente, el método DCF consiste en estimar el valor de un activo en relación a los flujos de efectivo que se proyecta generar en el futuro, sujeto a una tasa de descuento que tenga en cuenta el valor temporal del dinero y el riesgo asociado (Marzal, 2021, p. 278). Cabe destacar que la inflación de las reclamaciones se puede percibir analizando también el elemento de la tasa de descuento propuesto por ambas partes en un caso y como el tribunal aborda su razonamiento en torno a este elemento.

Como nos señala Juan Carlos Boué, si bien los flujos de efectivo positivos y las bajas tasas de descuento generan grandes valores presentes netos (VAN) lo que da como consecuencia tasas de rendimiento tan altas que a los árbitros les puede resultar difícil de aceptar (Boué, 2023, p. 375). Esta dinámica se ilustra en el caso *Tethyan vs. Pakistán*, en el que la reclamación era por USD 8 500 millones (Anexo 1), lo que

equivalía a un beneficio del 3442 % de ganancia neta sobre una inversión de USD 240 millones. Por su parte, la parte demandada sostuvo que el tribunal arbitral no debía otorgar daños a la demandante porque no logró probar los elementos necesario de su reclamación, incluida la viabilidad técnica y económica del proyecto y se basó en un método de valoración que produjo resultados artificialmente inflados, así según la postura de la parte demandada, el valor real del proyecto minero no superaba los USD 149,2 millones a la fecha de valoración[381].

Respecto al porcentaje de la tasa de descuento en este caso, el demandante había propuesto una tasa de descuento del 4.2 %, porcentaje criticado por la parte demandada que señalaba que el experto cuántico de la parte demandante no había incorporado todos los riesgos a los flujos de efectivo futuro del proyecto incluido el riesgo país[382].

Respecto a la rentabilidad que buscaba lograr el demandante esto es $8 500 millones de dólares, representaba un nivel de rentabilidad tan alto que hubiera dado indicios de una inflación en el monto de compensación del demandante; sin embargo, dicho hecho fue ignorado por el tribunal arbitral que determinó que no era necesario expresar una opinión sobre el desacuerdo entre los expertos de las partes respecto de una tasa de descuento adecuada y/o prima de riesgo país para valorar la inversión del demandante para así llegar a un laudo multimillonario[383]. Más aun, el tribunal arbitral aplicó reducciones por un monto de USD 1843 millones de dólares para tener en cuenta el

[381] *Tethyan Copper Company PTY Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 107.
[382] *Tethyan Copper Company PTY Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1472
[383] *Tethyan Copper Company PTY Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1577.

impacto de los riesgos y cuestiones planteadas por la parte demandada respecto a la viabilidad del proyecto y deducciones adicionales por un monto de USD 2 560 millones de dólares para tener en cuenta los riesgos sistemáticos y asistemáticos que afectaron el proyecto minero, sin justificar su postura[384].

Es sencillamente sorprendente que tribunales arbitrales como en el caso *Tethyan vs. Pakistán* hayan adoptado posturas sin motivación alguna, situación diferente ocurrió en el caso *CMS Gas vs. Argentina*, donde el tribunal argumentó su postura y consideró que en el año 1997 el gobierno fue incentivado a adoptar una tasa de descuento muy baja por dos razones: la primera porque una tasa de descuento más alta habría sugerido a los inversionistas potenciales que invertir en Argentina era riesgoso y el gobierno quería proyectar una imagen positiva del país como receptor de inversiones extranjeras; segundo, una tasa de descuento más alta habría significado que el gobierno tendría que aumentar los aranceles para satisfacer la tasa de rendimiento de los inversores[385].

Continuamos analizando la jurisprudencia, y seleccionamos un caso en relación a la Comisión de Reclamaciones Eritrea – Etiopía (EECC) del año 2009 donde se señaló como preocupación de que los enormes daños reclamaciones por ambos Estados y en relación con su capacidad económica podría ser paralizante

En relación a una compensación excesiva que surge en su mayoría por la inflación de las reclamaciones de los inversionistas, Paparinski sostiene que una consecuencia de

[384] *Tethyan Copper Company PTY Limited vs. Pakistán*, (ICSID Case No. ARB/12/1), Laudo, 12 de julio de 2019, párrafo 1600.
[385] *CMS Gs Transmission Company vs. Argentina*, (ICSID Case No ARB/01/8), Laudo, 12 de mayo de 2005 párrafo 132.

este tipo de compensaciones son las consecuencias catastróficas para el país en desarrollo y en base a este punto el autor señala que no se debería exigir a los Estados que paguen una cantidad de compensación que sería paralizante para el Estado en cuestión (Paparinskis, 2022, p. 307).

A manera de introducción, el caso de la Comisión de Reclamaciones de Etiopía y Eritrea se constituye en una fuente importante de jurisprudencia y orientación para futuros procesos arbitrales de reclamaciones por compensación ante las pérdidas sufridas por el reclamante.

Cabe resaltar que, si bien la Comisión surgió en el marco de las disputas ante un conflicto armado, los argumentos adoptados para evaluar el monto de compensación se enfocaron en la carga financiera impuesta a Eritrea, su capacidad de pago y el impacto en su capacidad para satisfacer las necesidades básicas de su población, factores que son importante analizar en la presente tesis y poder extrapolarlos al arbitraje internacional de inversiones[386].

La disputa subyacente surgió en mayo de 1998 a partir de un conflicto armado entre Eritrea y Etiopía que se prolongó durante dos años, y causó pérdidas de vidas humanas, lesiones y daños económicos. Específicamente, el periodo que duró la guerra entre Eritrea y Etiopía fue entre el año 1998 y el año 2000, que ocasionó que decenas de miles de soldados y más de 100.000 civiles murieran y más de un millón de personas se convirtieron en personas desplazadas internamente y más de 1,5 millones de

[386] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 22.

municiones sin detonar y las minas terrestres seguían esparcidas por el territorio (Van Houtte, 2021, p. 161). Además, la guerra ocasionó la violación de mujeres, el maltrato a prisioneros de guerra, y la destrucción de edificios y viviendas públicas (Van Houtte, 2021, p. 162).

La guerra terminó con el Acuerdo de Paz del 12 de diciembre de 2000. El artículo 5 de este Acuerdo preveía el establecimiento de una Comisión de Reclamaciones neutral, cuyas siglas en inglés son EECC, constituido como un organismo arbitral cuya función era decidir mediante arbitraje vinculante todas las reclamaciones por pérdidas, daños o perjuicios relacionados con violaciones de las normas del Derecho Internacional Humanitario (Van Houtte, 2021, p. 162).

La Comisión determinó que Eritrea había incurrido en violaciones graves del derecho internacional humanitario: secuestros; desapariciones; trabajos forzados y reclutamiento de civiles etíopes[387]; no prevenir la violación de mujeres etíopes[388]; muertes y lesiones; gastos médicos y daños a la propiedad resultantes del lanzamiento de bombas[389]; y trato ilegal a prisioneros de guerra etíopes[390].

Por su parte, Etiopía debía compensar a Eritrea por las siguientes violaciones *del ius in bello*: maltrato de prisioneros de guerra eritreos[391]; detención de civiles eritreos en

[387] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 103
[388] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, párrafo 236.
[389] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 175
[390] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 213
[391] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 233

condiciones duras e inaceptables[392]; y no proporcionar condiciones humanas y seguras de transporte a las personas expulsadas de Etiopía a Eritrea[393]

Nos señala Weeramantry que una de las cuestiones más interesantes e importantes que plantea el laudo es cómo equilibrar el requisito de una reparación integral por un hecho internacionalmente ilícito con la posibilidad de que la carga financiera de los pagos por daños de guerra pueda comprometer los derechos humanos de un Estado, específicamente respecto a las obligaciones de derechos humanos para satisfacer las necesidades básicas de su pueblo (Weeramanntry, 2010, p. 485). En este sentido, nos comenta dicho autor que la Comisión mostró una profunda conciencia del impacto potencial de sus indemnizaciones en Eritrea y Etiopía, señalando que son dos de las naciones más pobres del mundo y que otorgar una compensación en los montos solicitados «impondría cargas agobiantes a las economías y poblaciones» del otro. La Comisión determinó que las enormes concesiones de compensación por su naturaleza requerirían grandes desvíos de recursos nacionales del país pagador —y de sus ciudadanos que necesitan atención médica, educación y otros servicios públicos— al país receptor[394].

Lo antes señalado es congruente con la postura de la opinión disidente del árbitro Brownlie en el caso de República Checa, al señalar que Incluso los Estados que han sido considerados responsables de guerras de agresión y crímenes contra la humanidad

[392] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 376
[393] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea (Eritrea – Ethiopia Claims Commission – Final Award – Eritrea´s Damages Claims, 17 de agosto de 2009, párrafo 315
[394] Comisión de Reclamaciones Etiopía – Eritrea, párrafo 21

no está sometidos a la ruina económica, lo que supone priorizar en el análisis a la capacidad de pago del estado anfitrión[395].

Nos comenta Matheson que, en total, la Comisión otorgó alrededor de USD 161 millones al Gobierno de Eritrea y alrededor de USD 2 millones a eritreos individuales. Asimismo, la Comisión otorgó alrededor de USD 174 millones al Gobierno de Etiopía. En otras palabras, Etiopía obtendría aproximadamente USD 10 millones (Matheson, 2010, p. 102).

Habiendo analizado en la jurisprudencia como la compensación excesiva puede ser percibida como un factor que podría desencadenar compensaciones paralizantes al país en desarrollo reflejado en casos como Tethyan vs Pakistán y la Comisión de Reclamaciones Eritrea - Etiopía, es relevante también examinar la doctrina de la reparación integral y que rol desempeña en las compensaciones excesivas que otorga los tribunales arbitrales en arbitrajes internacionales de inversión.

La reparación integral puede ser definida, en términos generales, como la obligación primordial que se deriva de una violación del derecho internacional, a través del cual, a partir de este principio, se valora una inversión expropiada con información *ex post* en el cálculo de daños en casos de arbitraje internacional (Marboe, 2006, p. 734). El principio de reparación integral tiene importantes implicaciones pues, como detallamos en líneas anteriores, concilia el uso de información *ex post* y, como consecuencia, mediante este enfoque los expertos en daños y los tribunales arbitrales pueden medir el

[395] *CME Czech Republic B.V vs. Czech Republic*. (2003). *Partially Dissenting Opinion by Ian Brownlie* (Procedimiento de Arbitraje UNCITRAL), párrafo 77.

alcance de las ganancias económicas inesperadas obtenidas por los Estados que han actuado de manera oportunista e impuesta medidas sobre las inversiones, siendo vital considerar que el enfoque ex post es importante para prevenir expropiaciones oportunistas por parte de los Estados (Abdala y Spiller, 2008, p. 113).

El principio de reparación integral está regulado en el artículo 31 de los Artículos de la Comisión de Derecho Internacional sobre la Responsabilidad del Estado. Este señala que el Estado responsable está obligado a reparar íntegramente el daño causado por el hecho internacionalmente ilícito. En tal sentido, la valoración de los daños sufridos a los inversionistas, considerando este principio consolidado en el caso Fábrica de Chorzów, se calculará en función a comparar la situación económica real de la parte lesionada con la situación económica que habría existido sino se hubiera cometido el acto ilícito. En este punto, como nos señala la profesora Marboe, la reparación integral tiene una limitación respecto que el monto de los daños no debe exceder el daño realmente incurrido, el cual es necesario para evitar una compensación excesiva (Marboe, 2006, p. 735). No obstante, hay autores como Paparisnkis que opinan que casos como Tethyan vs. Pakistán demuestra que el principio de reparación integral que aboga una compensación total podría ser perjudicial para un Estado, específicamente un país en desarrollo, por el cual este autor cuestiona los supuestos que sustentan el equilibrio alcanzado por los Artículos de la CDI del año 2001 sobre Responsabilidad del Estado (Paparinskis, 2022, p.292).

Si bien el objeto de la tesis, no es analizar exhaustivamente cuales son los cuestionamientos de Paparisnkis respecto al tratamiento de la compensación

paralizante en la Comisión de Derecho Internacional, podemos preguntarnos si ¿existe una excepción al principio de reparación integral en el arbitraje internacional de inversiones para casos en los que la compensación total es perjudicial para el Estado responsable? Como hemos visto en el Anexo 1 y Anexo 2, en los últimos años existe un aumento de demandas arbitrales en el arbitraje de inversiones por miles de millones de dólares relevante para las políticas públicas de un Estado anfitrión (Amirfar, 2015, p. 108). Ello genera un aumento también de las cuantías de los montos por indemnización otorgados por los tribunales arbitrales (Paparinskis, 2020, p.3). De los casos resueltos en el CIADI, podemos suponer que las compensaciones que otorga el tribunal son en su mayoría favorables a los inversionistas extranjeros, de acuerdo con lo que nos señala Weghmann basado en un estudio especializado en daños en el año 2021 elaborado por Mattew Hodgson, Yarik Kryvoi y Daniel Hrcka (Weghmann, 2021, p. 484).

Resulta sorprendente, como indica Bonnitcha, que los tribunales a menudo acepten las reclamaciones del inversor como punto de partida o anclaje para su decisión sobre la compensación, sin definir ni analizar, en muchos de estos casos, los principios que rigen la compensación; con ello, se obtienen cifras infladas que distan mucho de una compensación justa (Bonnitcha, 2020, p. 24). Así es importante definir los efectos de anclaje como aquella práctica de los inversionistas de hacer reclamos de compensación de forma muy exagerada, con el objetivo de hacer que las compensaciones menos exageradas, pero todavía injustificablemente grandes parezcan razonables, y como consecuencia los tribunales arbitrales otorguen cuantías por compensación sumamente elevadas (Bonnitcha, 2020, p. 28).

En relación al párrafo anterior, los expertos cuánticos de la parte demandante fijarán una cantidad irrazonablemente alta como indemnización para de esta manera inducir a los tribunales arbitrales a conceder una cifra elevada que parezca razonable en relación a la cantidad reclamada (Boué, 2014, p. 11).

Como hemos podido observar en el Anexo 1 y el Anexo 2 de la tesis, los Estados que son generalmente demandados cuando surge una disputa por expropiación ilegal o expropiación indirecta son países en desarrollo. De esta manera, siguiendo a Saco y Torres, países como Bolivia y Perú son Estados considerados países en desarrollo, a pesar de que las economías de ambos Estados se basan principalmente en la explotación de recursos naturales por parte de empresas extranjeras (Saco y Torres, 2019, p. 235).

Dichos países fueron Estados demandados en los casos que hemos analizado, concretamente en el caso *Glencore vs. Bolivia*, en la disputa *Bear Creek vs. Perú* y en el caso South American Silver vs. Bolivia. En esa misma línea, cuando en un país desarrollado —en este caso, un inversionista extranjero con experiencia en la industria minera— le exige a un país en desarrollo la compensación total por un acto imputable al Estado, dicha compensación, como en los casos que hemos visto, puede resultar excesivamente onerosa y podría privar al país en desarrollo de su derecho al desarrollo (Paparinskis, 2022, p. 296).

En atención al párrafo anterior, es necesario considerar que doctrinarios como Feyter señalan que existe una dicotomía en la denominación entre los países en desarrollo y países desarrollado, pese a que las economías emergentes, como los países en

desarrollo, están alcanzando a los países industrializados o países con economías avanzadas (Feyter, 2017, p.30). Entre los países en desarrollo, la disparidad crece. Como resultado, la categoría de los países menos desarrollados probablemente seguirá siendo relevante, en la práctica, pero también en el derecho.

Ahora bien, analizada la jurisprudencia existente, existen ciertos factores que los tribunales arbitrales no toman en consideración en la determinación de la compensación, como la capacidad de pago del Estado anfitrión, incluso en circunstancias en las que el pago del importe de indemnización en cuestión sería paralizante para el Estado receptor de la inversión (Bonnitcha, 2020, p. 29). La discusión de la figura de la compensación paralizante se remonta a los años 90, año donde la Comisión de Derecho Internacional abordó primera vez esta institución. En ese sentido, Paparinskis, citando a Arangio Ruiz, destaca su propuesta de implantar una excepción de excesiva onerosidad cuando la compensación fuera a poner gravemente en peligro el sistema político, económico o social del Estado a raíz de las expropiaciones (Paparinskis, 2022, p.294). Dicha propuesta sirvió para limitar la compensación para que no ponga en peligro la economía o estabilidad del Estado.

La compensación paralizante así ha sido abordada por académicos, así como también por Shi Jiuyong, ex presidente de la Corte Internacional de Justicia, quien basó su argumento a favor de una compensación limitada en la igualdad soberana y el derecho al desarrollo en los términos siguientes:

. . .

> When applied to relations between developed States, the concept of full compensation or reparation by equivalent might not create any problems. When, it was demanded of a developing country by a developed country, however, full compensation might prove to be excessively onerous and might deprive the developing country of its right to development.
>
> Full compensation as conceived by the Special Rapporteur and when demanded of a small country by a big power was not compensatory, but essentially of a punitive nature. In that connection, the principle of preferential treatment for developing countries should prevail in relations between developed and developing countries. Only thus could reparation by equivalent reflect the principle of the sovereign equality of states – in other words, equality trough inequality (Documento A/CN.4/SER.A, 1990, párrafo 57).

En este texto, podemos resaltar algunos elementos como que el principio de trato preferencial debe primar en las relaciones entre países desarrollados y países en desarrollados. Sólo así, según Shi Jiuyong, la compensación podría reflejar el principio de la igualdad soberana. En ese sentido, Mohamed Bennouna, ex juez de la Corte Internacional de Justicia, llegó a una conclusión similar a la adoptada por Arangio Ruiz. Señaló que será absurdo no tomar en cuenta la capacidad y estructura de los Estados para abordar las reclamaciones de los inversionistas en los términos siguientes:

> States were not equal in terms of financial and economic capacity. Consequently, unless the end result was to be an absurdity, compensation must necessarily take account of the financial capacity of States … reparation should take account of all the relevant circumstances, including the structure of the States concerned,

> which differed considerably from one country to another and could have an influence on reparation (Documento A/CN.4/SER.A/1990, 1990, párrafo 6, 7, 10, 12)

Se ha descrito la importancia que tiene analizar el factor de la capacidad de pago al momento de cuantificar el monto por compensación. Asimismo, en su 43° período de sesiones, celebrado en el año 2022, el Grupo de Trabajo III examinó que la razón de las extraordinarias diferencias entre las sumas invertidas y las sumas por concepto de una indemnización fue porque los tribunales arbitrales internacionales no tienen en cuenta los factores contextuales y observó que una de las consecuencias de los elevados montos de indemnización por daños otorgados podía producir una compensación paralizante o denominado también como parálisis normativa (Documento A/CN.9/WG.III/WP.220, 2022. párrafo 5).

En tal sentido, es relevante reiterar nuevamente que un ejemplo de una compensación paralizante fue el caso *Tethyan Copper vs. Pakistán*, donde el tribunal arbitral determinó que Pakistán pague al inversor extranjero un monto ascendente a USD 4 000 millones más intereses por el hecho de que Pakistán no concediera las aprobaciones necesarias para que un inversor construyera y operara una mina, a pesar de que la mina nunca se construyó. El comité que decidió la suspensión de solicitud de ejecución de laudo arbitral presentada por Pakistán concluyó que Pakistán podría sufrir graves dificultades en forma inmediata[396].

[396] Decisión sobre ejecución de Laudo Arbitral en el caso Tethyan vs. Pakistán, párrafo 157.

Existen autores como Van Harten y Vastardis que señalan que, recientemente, Pakistán ha sufrido los efectos devastadores de las peores inundaciones en una década, provocadas por la alteración del clima, y la caída de un tercio del país bajo el agua (Rahmat, 2022).

(Van Harten y Vastardis, 2023, p. 366). Los autores refieren que dicha situación no fue valorada por los tribunales estadounidenses en tanto permitieron a Tethyan hacer cumplir los USD 5.840 millones del laudo arbitral contra Pakistán.

Van Harten y Vastardis, citando a Juan Carlos Boué, señalan que ningún país debería estar obligado a pagar miles de millones a inversores en un proyecto que nunca llegó a realizarse —el proyecto minero no alcanzo la etapa de construcción— cuando nos enfrentamos a los costos de una catástrofe en curso de dimensiones nacionales y globales (Van Harten y Vastardis, 2023, p. 367). De la misma forma Bonnitcha, señala que un gran problema en la práctica arbitral internacional es la creciente disposición de los tribunales a conceder grandes cantidades en compensación por la expropiación de un proyecto de inversión en etapa inicial, lo cual nunca avanzó a la etapa de explotación y construcción de la mina (Bonnitcha, 2020, p.3).

Un camino que se ha abierto en la doctrina y que resulta crucial, desde nuestro punto de vista tal como sostienen Bonnitcha y Aisbeth es limitar las compensaciones de alguna manera para garantizar que la carga financiera impuesta a una parte no sea tan alta, dada su condición económica y su capacidad de pago, como para comprometer las necesidades básicas de su pueblo ante el aumento de las demandas de compensación paralizantes y abrumadoras cuyo efecto podría generar que se disuada a los Estados a

adoptar medidas orientadas a regular sus actividades económicas y proteger sus derechos económicos y sociales (Documento A/CN.9/970, 2019, párrafo 36).

Finalmente, nuestra postura está a favor del Estado, pues de los laudos arbitrales estudiados —donde se aceptó el método DCF— se advierte que el tribunal arbitral ha otorgado daños por una suma excesiva, con lo cual se perjudica los intereses del Estado anfitrión. Se demuestra que la adopción de un método DCF genera montos de indemnización excesivos que perjudican a los Estados anfitriones. Si ello continúa, se corre el riesgo de que los Estados soliciten la anulación del laudo y, de esa forma, se podría incurrir en el riesgo de que se vulnere el derecho al desarrollo y el bienestar del país anfitrión. Por otro lado, limitar la compensación al monto realmente invertido por el inversionista garantizaría que un inversionista invierta en un proyecto mutuamente beneficioso y no corra peligro de sufrir un riesgo de expropiación. Asimismo, se disminuiría el incentivo de los Estados anfitrión para expropiar las inversiones en tanto los Estados son conscientes de que expropiar las inversiones desalienta inversiones futuras y ello genera un obstáculo al desarrollo económico del país. De esta manera, se evitaría que los inversionistas sufran conductas oportunistas del Estado que lo dejaría en peor situación que si no hubiera invertido en el proyecto (Aisbett y Bonnitcha, 2018, p.10).

CONCLUSIONES

1. A partir de los casos *Crystallex vs. Venezuela* y *Nachingwea U.K. limited (Reino Unido) y otros vs. Tanzania,* podemos advertir que los proyectos mineros, al cumplir con los criterios del convenio CIADI y el Test Salini, son considerados como una inversión según los tribunales arbitrales. Las lecciones que podemos sacar de estos dos casos es que, en la actualidad, los tribunales arbitrales suelen analizar si existe una inversión bajo la interpretación del tratado. Además, en muchos casos se dedicarán a examinar si cumple con el test Salini, concepción adoptada bajo el artículo 25 del CIADI, toda vez que la jurisprudencia arbitral no es uniforme en que se aplique taxativamente los 4 requisitos que impone dicho test. No obstante, los reclamantes suelen adoptar en sus alegaciones el análisis de los criterios de Salini a fin de que desestime las reiteradas objeciones jurisdiccionales que deducen los Estados demandados.

2. Los riesgos de inversión dentro de un proyecto minero juegan un papel fundamental en la determinación de la cuantía de los daños en los arbitrajes entre inversionistas y Estados. Entre los riesgos que se ha analizado, se puede concluir que el riesgo financiero, como las crisis financieras, no es tomado en cuenta por los tribunales arbitrales como argumento para exonerar la conducta ilícita imputable al Estado y así enervar la responsabilidad internacional del Estado. Por su parte, respecto del riesgo país, de acuerdo con lo descrito en el marco teórico, si bien adopta diversas formas como los riesgos estructurales y los riesgos políticos, se puede concluir que el valor de mercado de un activo

puede ser reducido por el riesgo de actos estatales ilícitos, y que dependerá de cada caso si el riesgo país afectará la cantidad de daños que otorgue el tribunal arbitral, pues la posición no es unánime ni en la doctrina ni en la práctica arbitral internacional. Asimismo, un gran sector de la doctrina sostiene que el riesgo país actualmente encuentra desafíos teóricos, dado que el riesgo país varía de un país a otro; no obstante, en la mayoría de las circunstancias, un mayor riesgo país disminuye el valor del activo y, por lo tanto, reduce los daños; esto produce la posibilidad de generar incentivos perversos en el Estado, dado que el gobierno podría llevar a cabo acciones que aumenten el riesgo país, en cuyo caso el valor del activo ya habría disminuido antes del daño por la conducta ilegal del Estado. Por eso, nuestra postura es que el análisis cuántico de la compensación por una disputa sobre expropiación indirecta o una expropiación ilegal, incorpore el factor del riesgo país, a fin de que el reclamante obtenga un valor justo de mercado de su inversión y obtenga una compensación justa.

3. Los casos *Vivendi vs. Argentina* y *Rusoro vs. Venezuela* demuestran que la mayoría de los tribunales que enfrentaron reclamaciones ante el CIADI por falta de pago de compensación han aceptado declarar que la expropiación es ilícita. En esa línea, considerando lo señalado en la doctrina, la postura de Crawford avala nuestra postura de que una expropiación sin compensación es ilícita. Nuestra postura es concordante con lo señalado en los tribunales arbitrales en los arbitrajes inversionista – Estado que han reconocido en la casuística que la falta de pago de una compensación convierte a la expropiación en una con carácter ilícito. Sin embargo, esto no significa que todos los perjuicios a

consecuencia de dichos actos ilegales causen el mismo daño, es decir, la cantidad del valor de la inversión expropiada.

4. La presente tesis sugiere que los tribunales arbitrales adopten criterios que sirvan como una herramienta para analizar el valor justo de mercado de un proyecto de exploración minera, es decir, un proyecto de etapa temprana de desarrollo. Para eso, se ha abordado criterios como el tipo de reservas, las inversiones en una etapa inicial, el análisis del mineral en cada caso y la fecha de valoración. Asimismo, un aspecto notable a considerar es que el periodo de proyección es un factor que impactará en el valor justo de mercado de la inversión expropiada. En ese sentido, es importante destacar que los expertos en valuación deberán elaborar sus periodos de proyecciones (basado en la vida de la inversión) por un periodo no mayor de 10 años. Esto último se debe a que un período prolongado de tiempo de proyección no ayudaría a determinar las pérdidas sufridas por el demandante, pues, cuanto más lejos en el futuro, menos confiable son los pronósticos.

5. La experiencia de los casos *Yukos vs. Rusia* y *Tethyan vs. Pakistán* revela que actualmente los tribunales arbitrales a menudo se basan en el método de flujo de caja descontado (DCF) para llegar al valor justo de mercado de una inversión mediante la estimación de los flujos de efectivo futuros. Pese a que una de las razones que los tribunales analizan para rechazar el método de flujo de caja descontado es cuando la inversión nunca estuvo operativa o cuando el historial operativo de la inversión es insuficiente, los tribunales arbitrales han aplicado de

manera abrumadora el método DCF a empresas sin un historial establecido de desempeño financiero —o que operen durante un periodo demasiado corto— para estimar su valor razonable y rentabilidad. En consecuencia, las indemnizaciones por daños y perjuicios en las reclamaciones de inversión son sumamente elevadas. Por ejemplo, en el caso *Tethyan vs. Pakistán*, el tribunal arbitral le ordenó a Pakistán pagar la suma gigantesca de USD 4 millones por compensación a la compañía minera Tethyan Copper, a pesar de que Tethyan no había obtenido el derecho a extraer ni cobre ni oro, y no había pruebas de que su negocio hubiera tenido éxito.

6. Una de las propuestas de solución para evitar que los tribunales apliquen arbitrariamente el método DCF a empresas o inversiones que no tienen un historial establecido de desempeño financiero o que operan durante un periodo demasiado corto —como es el caso, de los proyectos mineros en etapa inicial de desarrollo— es el uso de un enfoque de mercado para aquellas inversiones en etapa inicial que no han logrado llegar a la etapa operativa. Los argumentos jurídicos que respaldan el uso de un enfoque de mercado para aquellas inversiones que se encuentran en una etapa reciente, inicial de desarrollo —como, por ejemplo, un proyecto minero en etapa de exploración minera o en etapa de prospección— se sustenta en que es un enfoque muy común en empresas cuyos activos que se valoran cotizan en bolsa. En esta, es posible obtener información relevante de la empresa, información vital para comprender el activo que se valora, como es el caso de los activos mineros, como el oro y la plata que se negocian en las bolsas de valores. Además, los productos básicos que, en su mayoría, son materia de disputa en los arbitrajes internacionales de

inversión son el oro, plata y cobre. De estos minerales se puede extraer información esencial para identificar a los comparadores, y que compartan características similares en términos de flujos de efectivo y los riesgos.

7. La tendencia en la elección de la técnica de valoración por parte de los tribunales son un factor clave que impulsa el aumento de la compensación en disputas sobre tratados de inversión en los últimos años. La creciente disposición de los tribunales a utilizar técnicas de valoración basada en los ingresos y, en menor medida, en técnicas de valoración basadas en el enfoque de mercado ha generado que el tribunal arbitral otorgue daños con sumas sumamente elevadas. Dicho esto, existen diferencias significativas en los valores reflejados en el monto de las compensaciones por el uso de diferentes métodos de valorización que plantean problemas sobre su aceptabilidad. Lo delicado de escoger el método apropiado para estimar el valor justo de mercado reside en que adoptar un enfoque de valoración inadecuada puede generar que el demandante proceda a inflar sus daños y sobreestimar, por ejemplo, las reservas mineras por la pérdida de una concesión minera. Por ello, a fin de dotar de protección jurídica a los estados receptores de inversión, para poder afrontar las consecuencias económicas ante los montos por compensación gigantescos vistos en el caso *Tethyan vs. Pakistán* y *Crystallex vs. Venezuela*, se debe enfatizar la propuesta de solución formulado por los doctrinarios Aisbett y Bonnitscha. Esta está dirigida a la reducción de la compensación que otorgan los tribunales arbitrales por el monto realmente invertido por el inversionista a fin de reducir drásticamente el monto de la compensación.

8. Existe una inconsistencia entre la jurisprudencia sobré en qué casos se debe y no se debe aplicar el método DCF, debido a la falta de precisión y discreción en la elección de las técnicas de valoración por parte de los tribunales, factor que contribuye al aumento de la compensación en virtud de los tratados de inversión. Ahora bien, la discreción de los tribunales no está completamente libre de restricciones, pues la forma en que los tribunales utilizan los métodos de valoración está determinada por su interpretación de los principios básicos que rigen la compensación. La presente tesis efectuó una comparación entre disputas sustancialmente idénticas según su base fáctica como, por ejemplo, disputas que involucren proyectos mineros en etapa de exploración y explotación. Se advierte que, en el caso Gold Reserve, el tribunal arbitral citó las directrices CIMVAL como respaldo de su adopción del método DCF en la valoración de daños. Por otro lado, en el caso Crytallex, el tribunal citó las directrices CIMVAL para apoyar su decisión en la adopción del enfoque de mercado. En él, señaló que el activo materia de disputa es un activo de desarrollo y que el uso de enfoque de comparables es ideal para este tipo de activos, como era el caso del proyecto las Cristinas. Algunos tribunales arbitrales han encontrado útil el marco analítico de la Guía de Valoración CIMVAL, mientras que otros no; no obstante, no existe una uniformidad respecto a si las directrices CIMVAL serán aplicadas para aceptar o rechazar el DCF.

9. Si bien los proyectos en etapa operativa o de producción pueden valorarse en función de los ingresos que producen utilizando una metodología de flujo caja descontado, esto puede no ser factible cuando a un proyecto le faltan años para comenzar la etapa de explotación de recursos naturales, es decir, cuando el

proyecto se encuentra en una etapa inicial, como es el caso de los proyectos de exploración minera.

10. Los casos *Bear Creek vs. Perú* y *Cooper Mesa vs. Ecuador* presentados ante un tribunal internacional muestran como la relación entre los inversionistas extranjeros y las comunidades locales es crucial para el desarrollo de un proyecto minero. En ambos casos, el tribunal arbitral rechazó una valoración basada en el método de flujo de caja descontados rechazando la reclamación de la demandante sobre una supuesta rentabilidad futura del proyecto. La decisión del tribunal arbitral antes mencionado plantea la cuestión más general de rechazar el método DCF en aquellos proyectos mineros que aún se encuentren en una etapa inicial de desarrollo, como, por ejemplo, en aquellos casos de empresas que aún no han completado el Estudio de Impacto Ambiental, y no han obtenido las aprobaciones gubernamentales y permisos ambientales que necesitaban para proceder con la etapa de producción. Asimismo, otra cuestión que se puede plantear de los casos Bear Creek vs. Perú y Coppers Mesa vs. Ecuador es como la oposición social al proyecto a consecuencia de los conflictos sociales, manifestación expresa del riesgo social que enfrenta los proyectos mineros, puede ser un argumento más para los tribunales arbitrales para respaldar su decisión de rechazar una valoración basado en el método DCF.

11. Los casos *South American Silver vs. Bolivia*, *Bear Creek vs. Perú y Copper Mesa vs. Ecuador* muestran como impactan las cuestiones sociales, como, el riesgo social en las decisiones de los tribunales internacionales. En los casos antes señalados, se refleja como la magnitud del conflicto social generalmente impacta en la decisión de un tribunal arbitral internacional para sostener que el proyecto no es viable económicamente en un corto plazo. Asimismo, tanto en el caso *South American Silver* y *Cooper Mesa*, el tribunal arbitral concluyó que el comportamiento de la compañía minera hacia las comunidades locales había exacerbado el conflicto social, aumentando el nivel de riesgo social en el estado receptor de la inversión, lo que tuvo un gran peso en el razonamiento del tribunal para concluir que el inversionista al ser responsable del aumento del riesgo social era responsable de la pérdida de su inversión, y por tanto, debería reducirse significativamente el monto de la compensación reclamada.

12. En virtud a los laudos analizados, se puede concluir que una empresa en marcha se demostraría, tras tres años de operación, como exitosa. Esto fue analizado en el caso Quirobax vs. Bolivia, donde el tribunal arbitral determinó que debía aplicarse el método DCF, pues la mina había estado operativa durante dos años. Más aun, el historial de rentabilidad de las Demandantes durante casi tres años proporciona datos suficientes para hacer una proyección razonable.

13. Si bien, existe una multitud de escritos académicos y casos que demuestran que el método DCF puede usarse válidamente para evaluar el valor de las inversiones en arbitraje internacional, siempre que se cumplan ciertas

condiciones, la presente tesis pretende explicar que en la práctica reciente existe una tendencia a inflar las reclamaciones lo que debería hacer que los tribunales internacionales sean cautelosos al momento de aceptar el DCF. El creciente reconocimiento del método DCF y de los enfoques basado en los ingresos queda demostrado por el gran número de laudos arbitrales que se basaron en el DCF: *CMS Vs. Argentina*, ADC vs. Hungría, *Gold Reserve vs. Bolivia*, *Tethyan vs. Pakistán*, *Quirobax vs. Bolivia*. Las principales cuestiones relevantes en el contexto del arbitraje de inversiones a los efectos de implementar una valoración DCF se refieren a la posibilidad de que el método DCF sólo pueda aplicarse a casos con inversiones bien establecidas con un historial comprobado de ganancias y rentabilidad que califiquen como empresas en funcionamiento y que sean capaces de proporcionar certeza razonable sobre sus flujos de efectivo pasados. para permitir la estimación de ingresos futuros, es allí la importancia de analizar si un proyecto de inversión minera califa o no como una empresa en marcha.

14. A través del análisis de los casos seleccionados se ha constatado que la inversión de un proyecto minero que generalmente ocurre en países en desarrollo genera un alto nivel de riesgo país lo que podría disminuir el valor de la inversión y los daños otorgados al inversionista. Es por ello, que el uso de método de valoración de mercado podría ayudar a que dicha disminución no sea perjudicial al inversionista y así se otorgue una compensación justa.

BIBLIOGRAFÍA

Abdala, M. y López, P. (2019). The role of economic experts in Mining Arbitration. In Fry and Bret (Ed.), *The Guide to Mining Arbitrations*, 1rst edition, Law Business Research Ltd, London, Editorial: Global Arbitration Review, pp. 147-160.

Abdala, M. y Spiller, P. (2008). Chorzów's Standard Rejuvenated —Assessing Damages in Investment Treaty Arbitrations. *Journal of International Arbitration,* Volume 25, Issue 1, pp. 103-120. Available in: https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Journal+of+International+Arbitration/25.1/JOIA2008005 , https://doi.org/10.54648/joia2008005

Aisbett, E. y Bonnitcha, J. (2018). *Compensation under investment treaties: As if host interests mattered.* University of New South Wales Law Research Series. Available at: doi:10.2139/ssrn.3281334, https://www.ssrn.com/index.cfm/en/unsw-leg/

Ali, A., Franzetti E., García J. y Silva, E. (2019). Mining Arbitration in Latin America: Social and Environmental Issues in Investment Arbitration cases. In Fry and Bret (Ed.), *The Guide to Mining Arbitrations*, 1rst edition, Law Business Research Ltd, London, Editorial: Global Arbitration Review, pp. 200-222.

Alberro, J. y Ruttinger, G. (2015). Going Concern as a limiting factor on damages in Investor – State Arbitration. *The Journal of Damages in International Arbitration*. Volume 2, No 1, pp. 1-22. Available at: www.arbitrationlaw.com

Amirfar, C. (2015). "The Role of Damages Calculations in the Legitimacy of International Investment Arbitration". In Rovine, A. (Ed.). *Contemporary Issues in International Arbitration and Mediation: The Fordham Papers*. Leiden, The Netherlands: Editorial Brill,Nijhoff. pp. 108-118. ISBN: 978-90-04-33454-0 (hardback), ISBN 978-90-04-33455-7 (e-book)

Anderson, A. y Beaumont, B. (Eds.) (2020). *The Investor – State Dispute Settlement System: Reform, Replace or Status Quo? Kluwer Arbitration*. Walters Klugers.

Apaza, M. (2007). *Elaboración, Análisis e Interpretación de Estados Financieros*. Editorial Diagnóstico Empresarial.

Apaza, M. (2011). *Estados Financieros: Formulación, Análisis, Interpretación conforme a las NIIFs y al PCGE*. Instituto Pacífico S.A.C.

Apostolova, K. (2020). Portigon y Spain. New frontiers for financial institutions in investor – state arbitration? *Arbitration International Review, Volume 36, Issue 4*, pp. 1-9, Available at: https://jusmundi.com/en/document/publication/en-portigon-v-spain-new-frontiers-for-financial-institutions-in-investor-state-arbitration

Arbanza (2023). Guía de Arbitraje de Inversión. Escuela de Arbitraje Arbanza.

Baptista, K. y Bosch, C. (2023). Los Daños en el Arbitraje de Inversión. *Guía de Arbitraje de Inversión de Arbanza*. Número N° 1, Disponible en: https://arbanza.com/guia-arbitraje/ pp. 233-260.

Barnes, M. (2019). The 'Social License to Operate': An Emerging Concept in the Practice of International Investment Tribunals. *Journal of International Dispute Settlement*, Volume 10, Issue 2, June 2019, Pages 328–360, https://doi.org/10.1093/jnlids/idz004

Bas, M. (2019). Protección de los derechos humanos en la solución de controversias inversor – Estado: ¿confluencia o bifurcación de caminos? *Revista de la Secretaría del Tribunal Permanente de Revisión,* Volumen 7, Número 114, pp. 129-148. Disponible en: https://www.revistastpr.com/index.php/rstpr/article/view/359/155214

Beharry, C. (2018). *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration*. Editorial: Brill/Nijhoff

Bergolla, L. (2017). The Venezuela Awards: Tribunals Should Not Rule Out Expropriation Risk. Arizona Journal of International & Comparative Law, Vol. 34, No. 1, pp. 123-136. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2972188

Bonnitcha, J. y Brewin, S. (2020). *Compensation under investment treaties*. IISD Best Practices Series.

Bonnitcha, J. y Brewin, S. (2020). *Compensation Under Investment Treaties: What are the problems and what can be done?* International Institute for Sustainable Development (IISD). pp. 1-6, http://www.jstor.org/stable/resrep29241

Bonnitcha, J., Langford, M., Alvarez-Zarate, J. y Behn, D. (2023). Damages and ISDS reform: Between procedure and substance *Journal of International Dispute Settlement*, Volune *14*, Issue 2, https://doi .org/10.1093/jnlids/idab034

Bonnitcha, J., and Aisbeth. (2018). *Compensation under investment treaties: As if host interests mattered. University of New South Wales Law Research Series.* doi:10.2139/ssrn.3281334

Boué, J. C. (2023). The Investor-State Dispute Settlement Damages Playbook: To Infinity and Beyond. *The Journal of World Investment & Trade*, Volume 24*, No.*3, pp. 372-397. Available at: https://doi.org/10.1163/22119000-12340291

Boué, J.C. (2024). Lying with numbers in international arbitration against states, *Journal of International Dispute Settlement*, Volume 15, Issue 1, Pages 5–34, Available at: https://doi.org/10.1093/jnlids/idae007

Borzu, S. (2011). *Compensation and Restitution in investor–state Arbitration: Principle and practice.* Oxford University Press.

Borzu, S., Duggal, K. y Birch, N. (2018). Principles Limiting the Amount of Compensation. In C. Beharry (Ed.), *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration*. pp. 324-346 Editorial: Brill/Nijhoff

Blair, P. y Kannan, P. (2008). Growth and Returns in Emerging Markets. In Takatoshi and Rose (Ed.), *International financial issues in the Pacific Rim*: Global imbalances, Financial liberalization, and exchange rate policy, Volume 17, Issue 1, pp. 241-265, Editorial: The University of Chicago Press. Available at: https://www.researchgate.net/publication/365160949_Growth_and_Returns_in_Emerging_Markets

Branson, J. (2016). Damages in Investment Arbitration - a revolutionary remedy or reward for rich corporations at the expenses of the World´s poor? A fundamental examination of Chorzów´s children. *Journal of Damages in International Arbitration*. Volume 3, Issue 2, pp. 1-31. Available at: Damages in Investment Arbitration—a Revolutionary Remedy or Reward for Rich Corporations at the

Expense of the World's Poor? a Fundamental Examination of Chorzów's Children (jusmundi.com)

Caldwell, R., Chodorow, D. y Dorobantu, F. (2018). Valuing Natural Resources Investments. In C. Beharry (Ed.), *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration*. pp. 293-322 Editorial: Brill/Nijhoff.

Canadian Audit & Accountability Foundation. (2017). *Practice Guide to Audit Mining Revenues and Financial Assurances for Site Remediation*. Canadian Audit & Accountability Foundation.

Canadian Institute of Mining, Metallurgy and Petroleum Special Committee on Valuation. (2003). Standards and Guidelines for Valuation of Mineral Properties. Instituto Canadiense de Minería, Metalurgia y Petróleo.

Chodorow, D., Dorobantu, F. y Bañez, F. (2022). *Quantum in Oil and gas and Mining Disputes.* En John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, pp. 377-393. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board.

CIADI. (Abril de 2006). Convenio sobre arreglo de diferencias relativas a inversiones entre estados y nacionales de otros estados. Recuperado el 24 de junio de 2024,

de Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones: https://icsid.worldbank.org/sites/default/files/documents/ICSID%20Convention%20Spanish.pdf

CIMVAL. (2019). *The CIMVAL Code for the Valuation of Mineral Properties.*CIMVAL.

Crawford, J. (2012). *Brownlie´s Principles of Public International Law*. (8va. Ed.). Oxford University Press.

Crawford, J. (2004). *Los Artículos de la Comisión de Derecho Internacional sobre la Responsabilidad Internacional del Estado. Editorial Dykinson, S.L. Madrid, España.*

Dammert, A. (2020). La Importancia del sector Minero para el Perú. *Journal of Economics, Finance & International Business, Volume 4, Número 1, Fondo Editorial Universidad San Ignacio de Loyola, Lima, pp. 1-7 Disponible en: https://revistas.usil.edu.pe/index.php/jefib/article/view/841* ISSN 2522-3054

Damodaran, A. (2003). *Measuring Company Exposure to country risk: Theory and Practice.* http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.889388. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=889388 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.889388

Damodaran, A**.** (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the value of any asset.* (Vol. 3). Editorial**:** Wiley; Third Edition.

Dellephiane, S., Cardani, A & Honowitz, J. (2021). The applicable Valuation Approach. In John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, pp. 195-204. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board

Demuth, A. (2021) Income Approach and the Discounted Cash Flow Methodology. In John Trenor (Ed), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, pp. 204-229. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board.

Dickie, R. & Russo, P. (2020). Financial Statement Analysis and Business Valuation for the Practical Lawyer. Third edition, ABA Publishing.

Dolzer, R., Kriebaum, U. y Schreuer, C. (2008). *Principles of International Investment Law.* (3ra. Ed.). Oxford University Press.

Dorabantu, F., Maniatis, A. y Dupont, N. (2016). Country Risk and damages in Investment Arbitration, *ICSID Review, Journal of Foreign Investment Law,* Volume *31*, Issue 1, pp.219-231. Available at: https://doi.org/10.1093/icsidreview/siv039

Duarte-Silva, T. (2021) Country Risk. En *The Guide to Damages in International Arbitration*. (4ta. Ed.). En John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, pp. 290-299. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board

Dunn, R. & Harry, E. (2002). Modeling and Discounting Future Damages. *Journal of Accounting.* Available at: https://www.journalofaccountancy.com/issues/2002/jan/modelinganddiscountingfuturedamages.html

Feils, D. y Sabac, F. (2000) The Impact of Political Risk on the Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis. *The Engineering Economist,* Volume 45, Issue 2, 2000, University of Alberta School of Business Research pp. 129-143, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2274351

Fernández Lobos, O. R. (2018). *Evaluación de riesgos de un proyecto de inversión minera y su aplicación a un proyecto de mediana minería*. [Tesis de Maestría, Universidad de Chile]. https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/151992.

Feyter, D. (2017). *Differentiation between Developing and Developed Countries in International Law.* University of Antwerp.

Flybjerg, B. (2014). What you Should Know about Megaprojects and Why: An Overview. *Project Management Journal*, Volume *45, Issue* 2, pp. 6-19. Available at: https://doi.org/10.1002/pmj.21409

García, D. (2017). Calculating damages in investment arbitration: Should Tribunals take country risk into account? *Arizona Journal of International and Comparative Law*, Volume 34, Issue 1, pp. 96-122, Editori: The University of Arizona James E. Rogers College of Law (Tucson, AZ). Available at: https://repository.arizona.edu/handle/10150/658818

Garrett, R., Sequeira, K. y Shopp, M. (2018). Valuation Techniques for Early – Stage Business in Investor-State Arbitration. In C. Beharry (Ed.), *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration*. pp. 262-292, Editorial: Brill/Nijhoff

Gordon, K. (2008). Investment Guarantees and Political Risk Insurance: Institutions, Incentives and Development. *OECD Investment Division Working Paper* No. 1, pp. 91-122. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1718484 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1718484

Gotanda, J. (2004). Recovering lost profits in international disputes. *Georgetown. Journal of International Law, 36*(1), 61-112.

Gotanda, J. (2007). Assessing Damages in International Commercial Arbitration: A Comparison with Investment Treaty Disputes. En *Compensation and Damages in International Investment Arbitration Volume 6, Available at:* Transnational Dispute Management.https://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1173

Haberman, P. y Perek, L. (2021). Overview of Methodologies for Assessing Fair Market Value*. In the Guide to Damages in International Arbitration,* (4ta. Ed.), pp. 184-195, Law Business Research.

Hajzler, C. (2012). *Expropriation of foreign direct investments: sectoral patterns from 1993 to 2006*. *Review of World Economics*, No. 1011, pp. 119-149, Disponible en: 10.1007/s10290-011-0103-0

Harris, S., Johnson, B. y Aydin, E. (2017). Valuation in international arbitration: Measuring country risk in the Middle East.

Hern, R., Janeckova, Z. y YIN, Y. (2022). Market or Comparables Approach. In John Trenor (Ed), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, pp. 261-274. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board

Herrera, J. (2017). *Introducción a la Minería.* (Vol. 3). Universidad Politécnica de Madrid.

Higa, C. y Saco, V. (2013). Constitucionalización del derecho internacional de las inversiones: los casos de la expropiación indirecta y el trato justo y equitativo. *Derecho PUCP*, (71), 231-256. https://doi.org/10.18800/derechopucp.201302.009

Hodgson, M., Kryvoi, Y. y Hrcka, D. (2021) *Empirical Study: Costs, Damages and Duration in Investor-State Arbitration.* British Institute of International and Comparative Law 2021. https://www.biicl.org/documents/136_isds-costs-damages-duration_june_2021.pdf

Huaroto, C. y Vásquez, A. (2015). *Los Conflictos Socio Ambientales y el Valor de las Acciones de las Grandes Empresas Mineras en el Perú: Evaluando la Teoría de las Opciones Reales.* Oficina de Estudios Económicos – Osinergmin, Perú

International Monetary Fund (2019). IMF Executive Board Approves US$6 Billion 39-Month EFF Arrangement for Pakistan <www.imf.org/en/News/Articles/2019/07/03/pr19264-pakistan-imf-executive-board-approves-39-month-eff-arrangement

Kantor, M. (2008). *Valuation for Arbitration: Compensation Standards, valuation methods and expert evidence*. Kluwer Law International Arbitration.

Khachvani, D, (2017). Compensation for Unlawful Expropiation. *Targetinh the illegality. ICSID Review, 31* (2), 385–403. doi:10.1093/icsidreview/siw034

Langford, M. y Behn, D. (2018). Managing Backlash: The Evolving Investment Treaty Arbitrator? *European Journal of International Arbitration, 29* (2), 551-580. https://doi.org/10.1093/ejil/chy030

Lauk, C**.** (2024). ¿Cuál es el rol del riesgo país en la valoración de daños en el arbitraje internacional de inversiones? Un análisis de diferentes métodos de cuantificación del riesgo país. *Esade Law Review*. Volumen 3, pp. 144-166, Disponible en: https://www.esadelawreview.com/cual-es-el-rol-del-riesgo-pais-en-la-valoracion-de-danos-en-el-arbitraje-internacional-de-inversiones-un-analisis-de-diferentes-metodos-de-cuantificacion-del-riesgo-pais/

Lavaud, F. y Recena, G. (2016). Valuation Date in Investment Arbitration: A Fundamental Examination of Chorzów's Principles. *The Journal of Damages in International Arbitration. Volume 3, Número 2, pp. 33-72, Disponible en: https://arbitrationlaw-com.translate.goog/library/valuation-date-investment-arbitration-fundamental-examination-chorz%C3%B3w%E2%80%99s-principles-journal?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=es&_x_tr_hl=es-419&_x_tr_pto=sc*

Luttrell, S. and Murphy, A. (2019). Stabilisation Provisions in Long-Term Mining Agreements. In Fry and Bret (Ed.), *The Guide to Mining Arbitrations*, 1rst edition, Law Business Research Ltd, London, Editorial: Global Arbitration Review, pp. 13-39.

Mac Gregor, G. y Smith, M. (2018). *Best Practices and Issues that arise in DCF Models.* In John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, London, pp. 229-243, Editorial: Global Arbitration Review, Editorial Board

MacGregor, G., Blower, S., y Mitchell, D. (2021). Overview of Damages and Accounting Basics. In John Trenor (Ed.), The Guide to Damages in International Arbitration, 4ta Edición, Law Business Research, London, pp. 164-174, Editorial: Global Arbitration Review, Editorial: Board

Marboe, I. (2006). Compensation and Damages in International Law — The Limits of "Fair Market Value". *Journal of World Investment & Trade, Volume 7, Issue 5, pp. 723-759, Available at: https://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1166* ,DOI: 10.1163/221190006X00379

Marboe, I. (2009). *Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law*. (1ra. Ed.). Oxford University Press.

Marboe, I. (2017). *Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law.* (2da. Ed.). Oxford University Press.

Marboe, I. (2018). *Damages in Investor State Arbitration: Current Issues and Challenges*. Editorial: Brill

Marzal, T. (2021). Quantum (In)Justice: Rethinking the Calculation of Compensation and Damages in ISDS. *The Journal of World Investment & Trade*, Volume *22*, Issue 2, pp. 249-312. Available at: https://doi.org/10.1163/22119000-12340209

Matheson, M. (2010). Eritrea's and Ethiopia's Damage Claims. *International Legal Materials, 49*, (1), 101-258. https://www.jstor.org/stable/10.5305/intelegamate.49.1.0101

Meigs, R., Williams, J., Haka, S. y Bettner, M. (2000). Estados financieros básicos. En *Contabilidad: la base para decisiones gerenciales*, 11 va edición, Bogotá, editorial McGraw-Hill

Miles, C. y Weiss, D. (2021). Overview of Principles Reducing Damages. In John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, London, pp. 94-106. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board

Mirabal, J. y Derains, Y. (2018). *Damages and Costs. Introduction to Investor-State Arbitration.* Kluwer Law International.

Newcombe, Andrew Paul. (1999). Regulatory Expropriation, Investment Protection and International Law: When Is Government Regulation Expropriatory and When Should Compensation Be Paid? (Master's Degree Thesis), Faculty of Law, University of Toronto, 1999. Available at: https://www.collectionscanada.ca/obj/s4/f2/dsk1/tape10/PQDD_0004/MQ46036.pdf (Revisado el 25 de junio de 2024).

Nyer, D. y Wu, X. (2019). Valuation of Non-Producing Mineral Properties. In Fry and Bret (Ed.), *The Guide of Mining Arbitration*, 1rst edition, Law Business Research Ltd, London, Editorial: Global Arbitration Review, pp. 68-82.

Paparinksis, M. (2020) A case against crippling Compensation in International Law of State Responsibility. *The Modern Law Review. Volume 5, pp. 1-41.* Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3728122, https://doi.org/10.1111/1468-2230.12562

Paparinskis, M. (2022). Crippling Compensation in the International Law Commission and Investor – State Arbitration. *ICSID Review – Foreign Investment Law Journal, 37* (1-2), 289-312.

Parodi, T, (2015). *Anatomía de la crisis financiera de 2008.* Universidad del Pacífico.

Rahmat Tunio, '"We Are Drowning": Pakistan Floods Push Toxic Lake over the Edge' (The Guardian, 13 September 2022) https://www.theguardian.com/world/2022/sep/13/pakistan-floods-lake-manchar-environmental-catastrophe, Accessed 1 may 2024

Ratner, S. (2017). Compensation for Expropriations in a World of Investment Treaties: Beyond the Lawful/Unlawful Distinction. *American Journal of International Law,* N° 1, pp. 1-53. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954146

Reinish, A. (2008). *Standards of Investment Protection*. Oxford University Press.

Reisman, W. y Sloane, R. (2004). Indirect Expropriation and its Valuation in the Bit Generation. *British Yearbook of International Law, Vol. 75*, pp. 115-149. Boston University School of Law Working Paper, No. 06-43, *Available at:* https://ssrn.com/abstract=943430

Rubins, N., Sinha, V. y Roberts, B. (2018). Approaches to Valuation in Investment Treaty Arbitration. In Beharry, C. (Ed.). *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration.* pp. 171-204, Editorial: Brill/Nijhoff

Sabahi, B, Duggal, K. y Birch, N. (2018). Principles Limiting the Amount of Compensation. En C. Beharry (ed.). *Contemporary and Emerging Issues on the Law and Valuation in International Investment Arbitration* pp. 325- 346, Editorial: Brill/Nijhoff

Sabahi, B., Rubins, N. et al. (2019). Notion of Investment. En B. Sabahi, N. Rubins, et al., *Investor-State Arbitration* (pp. 335-366). Oxford University Press.

Saco, V. y Torres, P. (2019). Disputas sobre inversión extranjera en explotación de recursos naturales: los casos de Perú y Bolivia. Cuestiones Respecto a la prevención de disputas inversionista-Estado en el CIADI. *Revista Anuario de Investigación del CICAJ*. pp- 235-256. Disponible en: https://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/169810

San Martín, D. (2022). *El derecho minero.* (1ra. Ed.). Pontificia Universidad Católica del Perú.

Sanborn, C., Hurtado, V. y Ramírez, T. (2016*). La consulta previa en el Perú: avances y retos.* (1ra. Ed.). Universidad del Pacífico.

Saunders, A. & Allen, L. (2002*).* Credit Risk Measurement. New Approaches to value at risk and other paradigms, (2nd Ed.). John Wiley & Sons, Inc (Editos),

Schreuer, C., Malintoppi, L., Reinish, A., y Sinclair, A. (2009). *The ICSID Convention: a commentary.* Cambridge University Press.

Shihata, I. (1986).Towards a Greater Depoliticization of Investment Disputes: The Roles of ICSID and MIGA, *ICSID Review - Foreign Investment Law Journal*, Volume 1, Issue 1, Pages 1–25, https://doi.org/10.1093/icsidreview/1.1.1

Shihata, I. (1993). Legal Treatment of Foreign Investment: The World Bank guidelines, Martinus Nijoff Publishers.

Schumacher, K. y Klonne, H. (2018). Discounted Cash Flow Method. En C. Beharry (Ed.), *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration.* pp. 205- 329, Editorial: Brill/Nijhoff

Searby, J. (2018). Measuring country risk in international Arbitration. En Beharry, Cristina L. (ed.). *Contemporary and Emerging Issues on the Law of Damages and Valuation in International Investment Arbitration*. pp. 231-261, Editorial: Brill/Nijhoff

Sim, C. (2018). Dealing with *Ex post* Information in Investment Arbitrations: Quiborax SA et al v Plurinational State of Bolivia. *ICSID Review - Foreign Investment Law Journal, 33*(1), pp. 212-234. https://doi.org/10.1093/icsidreview/six012

Smutny, A. (2006). Principles Relating to Compensation in the investment: Treaty, context. Paper delivered at The Investment Treaty Arbitration Workshop at the International Bar Association Annual Conference. Available at: https://www.josemigueljudice-arbitration.com/xms/files/02_TEXTOS_ARBITRAGEM/01_Doutrina_ScolarsTexts/investment_arbitration/compensation_in_inv_treaties-_abbey_cohen_smutny.pdf

Swapan, H. (2013). *Mineral Exploration: Principles and Applications.* Elsevier.

UNCITRAL. (9 April 2019). Report of Working Group III (Investor-State Dispute Settlement Reform) on the work of its thirty-seventh session (New York, 1–5 April 2019). UN Doc. No. A/CN.9/970 https://uncitral.un.org/en/working_groups/3/InvestorState.

Van Harten, G. y Vastardis, A. (2023). Special Issue: Critiques of investment Arbitration Reform: An Introduction. *The Journal of World Investment & Trade,* Volume *24, Issue* 3, pp. 363-371. Available at: https://doi.org/10.1163/22119000-12340290

Van Horne, J. y Wachowicz, J. (2002). *Fundamentos de Administración financiera.* (11ra Ed.). Person Prentice Hall.

Van Houtte, H. (2011). "Arbitration To Settle Private War-Damage Claims? The Eritrea-Ethiopia Claims Commission Revisited". In *New Directions in International Economic Law*. Leiden, The Netherlands: Editorial Brill Nijhoff. pp. 155-177, https://doi.org/10.1163/ej.9789004191433.i-591.37

Veit, M., Gallego, J., y Velarde, L. (2023). Reciente Laudo mejora perspectivas de reclamación de inversores en proyectos mineros. *Revista Rumbo Minero Internacional*. Número 158, pp. 110-113. Disponible en: https://rumbominero.com/ED158/index.php?pag=114

Velásquez, R. (2013). Expropiación indirecta: justificación, regímenes, casos, criterios y usos. *IUS ET VERITAS*, *23*(46), 228-256. https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11970

Viana, R. (2018). Minería en América Latina y el Caribe. Un enfoque socioambiental. *Revista U.D.C.A Actualidad & Divulgación Científica, 21*(2), 617-663.

Villanueva, A. (2007). Mercados financieros: una aproximación a la Bolsa de Valores de Lima. *Contabilidad y Negocios, 2* (3). https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/contabilidadyNegocios/article/view/570

White, C. and Fan, M. (2006). Risk and Foreign Direct Investment. 1st edition. Editorial Palgrave Macmillan.

Weeramantry, J. (2010). Eritrea's Damages Claims (Eritrea v. Ethiopia), Ethiopia's Damages Claims (Ethiopia v. Eritrea). *The American Journal of International Law, Volume 104, Issue* 3, 480-488. https://www.jstor.org/stable/10.5305/amerjintelaw.104.3.0480.

Weghmann, V. y Hall, D. (2021). The unsustainable political economy of investor-state dispute settlement mechanism. *International Review of Administrative Sciences,* Volume 87, Issue 3, pp. 480-496, https://doi.org/10.1177/00208523211007898

Wells, L. T. (2003). Double Dipping in Arbitration Awards? An Economist Questions Damages Awarded to Karaha Bodas Company in Indonesia. *Arbitration International, Volume 19*, Issue 4, pp. 471–482. doi:10.1093/arbitration/19.4.471

World Bank (1992). The World Bank Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment.

United Nations Industrial Development Organization. (2018). World Statistics on mining and Utilities. ISBN: 9781788974578

Woss, H. y San Roman, A. (2021). Full Compensation, Full reparation and the but-for premise. In John Trenor (Ed.), *The Guide to Damages in International Arbitration*, 4ta. Edición, Law Business Research, London, pp. 107-115. Editorial: Global Arbitration Review Editorial Board

Woss, H. y San Roman, A., Spiller, P. y Dellepiane, S. (2014). *Damages in International Arbitration Under Complex Long Term Contracts*. Editorial Board. 1era edición.

Publicaciones

Asamblea General de las Naciones Unidas. (2020). Documento A/CN.9/WG.III/WP.199 - Submission from the Government of Burkina Faso, Grupo de Trabajo III de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (Reforma de la solución de controversias entre inversores y Estados – Cuadragésimo período de sesiones en Viena. https://documents.un.org/access.nsf/get?OpenAgent&DS=A/CN.9/WG.III/WP.199&Lang=E

Organización de las Naciones Unidas (1990). Actas resumidas de las sesiones del 42° período de sesiones del 1° de mayo al 20 de julio de 1990. *Yearbook of the International Law Commission.* Documento A/CN.4/SER.A/1990. *https://legal.un.org/ilc/publications/yearbooks/english/ilc_1990_v1.pdf*

Organización de las Naciones Unidas. (2007). Anuario de la Comisión de Derecho Internacional. Volumen II. (Documento A/56/10 – Informe de la Comisión de Derecho Internacional sobre la labor realizada en sus 53° período de sesiones contenido en el Informe (Informe A/CN.4/SER.A/2001.Add.1 – Parte https://legal.un.org/ilc/publications/yearbooks/spanish/ilc_2001_v2_p2.pdf

Asamblea General de las Naciones Unidas. (2022). Grupo de Trabajo III: Posible Reforma del Sistema de Solución de Controversias entre inversionistas y Estados (SCIE) - Determinación de los daños y perjuicios y la indemnización. Documento A/CN.9/WG.III/WP.220. Disponible en: https://uncitral.un.org/es/working_groups/3/investor-state

Asamblea General de las Naciones Unidas. (2019). (Documento A/CN.9/970 -Informe del Grupo de Trabajo III - Reforma del Sistema de Solución de Controversias entre Inversionistas y Estados sobre la labor realizada en su treinta y siete períodos de sesiones (Nueva York, 1 al 5 de abril de 2019). https://documents.un.org/access.nsf/get?OpenAgent&DS=A/CN.9/970&Lang=S

PWC. (2015). *Investigación en Daños en Arbitraje Internacional – International Arbitration Damages Research.* PWC. https://www.pwc.com/sg/en/publications/assets/international-arbitration-damages-research-2015.pdf

PWC. (noviembre de 2023). *Investigación en Daños en Arbitraje Internacional*. PWC. https://www.pwc.co.uk/services/forensic-services/insights/international-arbitration-damages.html

Laudos arbitrales

ADC Affilliate Limited & ADC & ADMC Management Limited vs. La República de Hungría. (2006). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/03/16).

Amoco International Finance Corporation vs. The Government of the Islamic Republic of Iran, National Iranian Oil Company, National Petrochemical Company and Kharg Chemical Company Limited (1987). *Laudo Parcial No. 310-56-3*.

Asian Agriculture Products Ltd vs. Sri Lanka (1990). *Laudo Arbitral*

Azurix Corp. vs. Argentina. (2006). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/01/12).

Baghat vs. Egipto. (2019). *Laudo Arbitral* (Caso PCA 2012-07).

Bear Creek Mining Corporation vs. República del Perú. (2017). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/14/21).

Bilcon de Delaware et al. vs. Gobierno de Canadá. (2022). *Laudo Arbitral* (Caso PCA No. 2009-04).https://www.italaw.com/casos/1588

CME Czech Republic B.V. vs. Czech Republic. (2003). *Laudo Arbitral* (Procedimiento de Arbitraje UNCITRAL).

CME Czech Republic B.V vs. Czech Republic. (2003). *Partially Dissenting Opinion by Ian Brownlie* (Procedimiento de Arbitraje UNCITRAL).

CMS Gas Transmission Company vs. Argentina. (2013). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/01/8).

CMS Gas Transmission Company vs Argentina, (Decisión del Comité AD HOC sobre la solicitud de Anulación de la República de Argentina), 25 de septiembre de 2007.

Compañía de Aguas del Aconquija S.A. y Viviendi Universal vs. República de Argentina. (2010). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/97/3).

Compañía del Desarrollo de Santa Elena S.A. vs. Republic of Costa Rica. (2002). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/96/1).

ConocoPhillips Petrozuata BV, Conocophillips Hamaca BV y ConoPhillips Gulf of Paria BV vs. Venezuela. (2019). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/07/30).

ConocoPhillips Petrozuata BV, Conocophillips Hamaca BV y ConoPhillips Gulf of Paria BV vs. Venezuela. (2019).*Opinión disidente a la decisión sobre competencia y fondo del árbitro Georges Abi-Sab* (Caso ICSID ARB/07/30).

Cooper Mesa Mining Corporation vs. Ecuador. (2016). *Laudo Arbitral* (Caso PCA 2012-2).

Crystallex International Corporation vs. Bolivarian Republic of Venezuela. (2016). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB(AF)/11/2).

EDF International SA y Ors vs. República Argentina, (2012). Laudo Arbitral (Caso CIADI, ARB/03/23).

Fedax N.V. v. The Republic of Venezuela. (1997) Decision on Objections to Jurisdiction, (ICSID Case No. ARB/96/3).

Flughafen Zürich AG y Gestión e Ingeniería IDC SA vs. República Bolivariana de Venezuela. (2014). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/10/19).

Glencore Finance v. Bolivia. (2023). *Laudo Arbitral* (Caso PCA 2016-39).

Gold Reserve Inc. vs. República Bolivariana de Venezuela. (2014). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB (AF)/09/1).

Kaloti Metals & Logistics, LLC. vs. Perú. (2024). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/21/29)

Khan Resources Inc, Khan Resources BV y CAUC Holding Company Ltd v. Mongolia. (2015). *Laudo Arbitral* (Caso PCA 201109).

LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. and LG&E International, Inc. vs. Argentine Republic. (2007). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/02/01).

Metalclad Corp. vs. United Mexican States (2000). *Laudo Arbitral* (Case No. ARB (AF)/97/1).

Mohamed Abdel Raouf Baghat vs. Egipto*, (*2019), *Laudo Arbitral (Caso* PCA 2012-07).

MTD Equity Sdn. Bhd. y MTD Chile S.A. vs. Chile. *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/01/7).

Nachingwea U.K. Limited (UK), Ntaka Nickel Holdings Limites (UK) and Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) vs. United Republic of Tanzania. (2023). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/20/38).

Noble Ventures, Inc. v. Romania. (2005). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/01/11).

Norwegian Shipowner´s claims (1992). Laudo Arbitral.

Occidental Petroleum Corporation y Occidental Exploration and Production Company vs. República de Ecuador (2012). Laudo Arbitral (Caso CIADI, ARB/06/11).

Paso Energy vs. República de Argentina. (2011). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/03/15).

Quiborax S.A. y Non-Metallic Minerals, S.A. vs. Estado Plurinacional de Bolivia. (2015). *Laudo Arbitral* (Caso CIADI ARB/06/2).

Quirobax SA y Non Metallic Minerals SA vs. Plurinacional State of Bolivia. (2015). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/06/02 Partially Dissenting Opinion - Quirobax vs. Bolivia, Dissent).

Rusoro Mining Ltd. v. Bolivarian Republic of Venezuela. (2016). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB(AF)/12/5).

Siemens A.G. vs. Argentine Republic. (2007). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/02/8).

Soles Badajoz Gmbh vs. Kingdom of Spain. (2019). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/15/38).

South American Silver vs. Bolivia (2018). *Laudo Arbitral* (PCA 2013-15)

Southern Pacific Properties (Middle East) Limited vs. Egipto. (1992). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/84/3).

Técnicas Medioambientates Tecmed, S.A., v. United Mexican States. (1986). Laudo Arbitral (ICSID Case No. ARB (AF)/00/02).

Tethyan Copper Company Pty Limited v. Islamic Republic of Pakistan. (2020). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID. ARB/12/1, Decision on Stay of Enforcement of the Award).

Tethyan Copper Company Pty Limited vs. Islamic Republic of Pakistan. (2019). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID ARB/12/1).

Tidewater Inc., Tidewater Investment SRL, Tidewater Caribe, CA, et al. vs. Venezuela, ICSID Case No. ARB/10/5. 13 March 2015.

Tradex Hellax S.A. v. Albania, ICSID Case No ARB/94/2. 29 April 1999.

Venezuela Holdings, et al vs. Venezuela. (2014). *Laudo Arbitral* (Caso ICSID No/07/27).

White Industries Australia Limited vs. República de India. (2011). *Laudo Arbitral* (Caso CNUDMI).

Yukos Universal Ltd. vs. Russian Federation. (2014). *Laudo Arbitral* (Caso PCA AA 227)

TRATADOS, CONVENIOS, RESOLUCIONES, OTRAS FUENTES INTERNACIONALES:

Tratado de Libre Comercio Perú – Canadá suscrito el 29 de mayo de 2008, https://www.italaw.com/sites/default/files/laws/italaw6056.pdf

Principios UNIDROIT de Contratos Comerciales Internacionales (2010).

Agreement between the Government of Canada and the Government of the Republic of Venezuela for the promotion and protection of investments on Promotion and Reciprocal Protection of Investments entered into force on 20 December 1982.

Agreement between the Government of the TANZANIA United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland and the Government of the United Republic of Tanzania for the Promotion and Protection of Investments entered into force on 2 August 1996

Acuerdo entre el Gobierno de Canadá y el Gobierno de la República de Venezuela para la promoción y la protección de inversiones que entró en vigor el 20 de diciembre de 1982.

El proyecto de artículos de la Comisión de Derecho Internacional sobre la responsabilidad de los Estados por Actos internacionalmente ilícitos (2001).

Tratado de Libre Comercio entre la República Dominicana, Centro América y los Estados Unidos (CAFTA-DR) que entró en vigor el 01 de marzo de 2006.

International Valuation Standards (2007 and 2013 editions).

Anexos

Anexo 1: Montos de los laudos arbitrales en arbitrajes de tratados de inversión

Anexo 2: Casos analizados

ANEXO 1

Se muestran todos los laudos arbitrales cuyo monto en daños superan los USD 100 millones.

LAUDOS EN ARBITRAJES DE TRATADOS DE INVERSIÓN				
Nombre del caso	**Inversión realizada por el inversionista (USD)**	**Monto reclamado por el inversionista (USD)**	**Monto de los daños otorgado por el tribunal arbitral (USD)**	**Año del laudo**
Tethyan Copper contra Pakistán	240 millones	8500 millones	4.087 millones	Año 2019
Gold Reserve contra Venezuela	300 millones (párrafo 271)	1735 millones	713 millones	Año 2014
Khan contra Mongolia	16,7 millones	358 millones	80 millones	Año 2015
Crystallex contra Venezuela	500 millones	3160 millones	1200 millones	Año 2016
Rusoro contra Venezuela	966,5 millones	2318 millones	967 millones	Año 2016
Bear Creek contra Perú	296 millones	500 millones	18,2 millones	Año 2017
Copper Mesa contra Ecuador	28 millones	70 millones	24 millones	Año 2016

Glencore contra Bolivia	22 millones	439,6 millones	254 000 millones	Año 2023
Nachingwea U.K. Limited (UK), Ntaka Nickel Holdings Limites (UK) and Nachingwea Nickel Limited (Tanzania) contra Tanzania	17,6 millones	77 000 millones	77 000 millones	Año 2023
Yukos contra Rusia	16 000 millones	100 000 millones	50 000 millones	Año 2014
Quirobax Contra Bolivia	4 millones	146 millones	48 000 millones	Año 2014
South American Silver Contra Bolivia	31 millones	385 millones	18, 7 millones	Año 2018

Estas cifras están extraídas de italaw.com, Investement Policy de la UNCTAD según corresponda.

https://investmentpolicy.unctad.org/

ANEXO 2

	Rusoro v. Venezuela (Oro)	*Crystallex v. Venezuela (Oro)*	*Gold Reserve v. Venezuela*	*Tethyan v. Pakistan (oro)*	*Khan v. Mongolia* (Uranio)	*Cooper Mesa v. Ecuador*	*Beer Creek v. Perú (cobre)*	*South American Silver Ltd v Bolivia*
Reclamación	**Demanda por violación del art. VII del TBI (Expropiar sin compensación). Decreto de Nacionalización 2011 Medidas del 2009 y 2010 para supuestamente combatir la minería ilegal**	**Demanda por violación del trato justo y equitativo (art. 2 del TBI) Expropiación indirecta (Ar. 7 TBI)**	**Demanda por violación de los Artículos II, III y VII del Tratado entre el Gobierno de Canadá y el Gobierno de Venezuela para la Promoción y Protección de Inversiones, que entró en vigor el 28 de enero de 1998 (el "TBI").**	**Demanda por incumplimiento de Tratado firmado entre Australia y Pakistán.**	**Demanda por incumplimiento del Artículo 8.2 de la Ley de Inversión Extranjera constituye un incumplimiento por parte de Mongolia del Artículo 10(1) (la cláusula paraguas) del Tratado sobre la Carta de la Energía de 1994.** Ddo	**Demanda por incumplimiento sus obligaciones internacionales en virtud del Tratado, conforme a los Artículos II (2) y VIII(1) del Tratado Bilateral de Inversión entre Canadá y Ecuador**	**Demanda por violación del TBI Perú y Canadá El 24 de junio de 2011, Perú adoptó el Decreto Supremo 032-2011-EM ("Decreto Supremo 032"), que revocaba el Decreto Supremo 083 y la declaratoria de necesidad pública del Poder Ejecutivo peruano**	**Demanda por violación al TBI entre Canadá y Bolivia, actos que constituyen nacionalización o expropiación sin compensación puntual, adecuada y efectiva, no dio trato justo y equitativo a las inversiones**
Estado operativo	No operativo	No operativo – Proyecto Las Cristinas (minería de oro a cielo abierto)	No operativo – Proyecto Brisas	No operativo- Proyecto Reko Dig	No operativo – Proyecto Dornod	No operativo	No operativo – Proyecto Santa Ana	No en Producción- Proyecto minero Malku Khota

Enfoque valuación	Transacciones comparables -DCF -Método de empresas cotizadas en Bolsa de Valores **La Valoración DCF**, no valora la totalidad de los activos mediante un enfoque FCD: sólo los 3 proyectos mineros con reservas definidas (Choco 10/Increíble 6, SREP e Isidora) son realmente valorados a través del cálculo de los futuros flujos de caja que generarán. Los restantes recursos adicionales (presentes en los proyectos de producción y pre-producción) están valorados mediante el enfoque TC; y, en el caso de los dos proyectos de exploración, el perito Navigant recurre al enfoque del costo. La suma de las tres valoraciones resulta en el valor empresarial de Rusoro	Valor en libros Venezuela sostiene que Rusoro no ha cumplido con su carga probatoria respecto de la cuantía de sus daños, o, en el caso de que el Tribunal determinara lo contrario, que la indemnización por daños debe limitarse a una indemnización de USD 1,5 millones, reducida en un 50% por negligencia contribuyente.	Enfoque de mercado: Enfoque de múltiplo de mercado y un enfoque de estudio de mercado de valores, destinada a evaluar el daño sufrido en la cotización de las acciones de Crystallex por referencia a la evolución de los precios de las acciones de otras mineras auríferas en situación similar, que no se vieron afectadas por las medidas expropiatorias de Venezuela. El método de mercado, el Tribunal debe comenzar por **el último precio anterior a los actos ilícitos que afectaron negativamente el precio de las acciones de la compañía y, luego, calcular cuál habría sido el valor a la fecha de valoración.**	Enfoque de Costos dado que Las Cristinas era un proyecto de etapa de exploración	DCF	DCF	DCF	Método en transacciones pasadas a través de las cuales Antofagasta y Barrick adquirieron acciones de la demandante en 2006. La Demandada sostiene que el **Tribunal no debe otorgar daños a la porque no se ha verificado la viabilidad técnica y económica del** proyecto, y se ha basado en un método de valoración que produce resultados artificialmente inflados. En opinión de la Demandada, el valor real del proyecto es especulativo; en cualquier caso, no supera los USD 149,2 millones a la fecha de valoración	Enfoque de empresas comparables y enfoque de transacciones	Enfoque en activos	La demandante cita las directrices CIMMVAL para señalar que los enfoques en los ingresos no es un enfoque adecuado para propiedades en una etapa de exploración	Enfoque de capitalización de mercado	DCF	El proyecto no tiene antecedentes de operación rentable y está sujeto a incertidumbres incluido el riesgo de licencia social difícil de cuantificar. El demandado propone enfoque basado en los costos. El demandado no cuestiona que el valor justo de mercado sea el estándar apropiado de indemnización sino el criterio de como calcular el VJM para un proyecto como Santa Ana por los siguientes motivos: 1. El proyecto nunca avanzó más allá de la fase de planificación, 2. El proyecto nunca recibió los permisos, 3. El proyecto nunca obtuvo una licencia social y apoyo de las comunidades nativas, 4. El proyecto nunca inició la fase de construcción.	Por el Demandante Planteo el DCF Pero el tribunal aplica El valor costos (i) información de operaciones que involucraron propiedades mineras comparables según lo señalado en el Informe de RPA; (ii) los informes de los analistas de industria, e (iii) información relativa a colocaciones privadas de las acciones de SASC en los meses anteriores a la Fecha de Valuación de la Demandante

Fecha De valoración	**16 de setiembre de 2011 (Decreto de Nacionalización)**	Ambas partes están de acuerdo que es la fecha de expropiación. Sin embargo, las partes no están de acuerdo a cuándo debe ser dicha fecha. La demandante ha solicitado una fecha de valoración del 03.02.2011 mientras que la demandada propone el día 13.04.2008. **13 de abril de 2008, denegación del permiso dando lugar a la expropiación indirecta, aprobada por el Tribunal.** Por denegación de los permisos y que constituye la fecha de inicio para la expropiación y que el proyecto estuvo paralizado desde el 2008 en busca del Permiso,	El Tribunal concluye que la fecha de valoración que debe aplicarse a la valoración de los daños es el 14 de abril de 2008, fecha de la revocación del permiso de construcción del proyecto minero Brisas.	Existe un punto de vista común entre las partes que el valor de mercado de la inversión de la demandante sea al 15.11.2011	**01 de julio de 2009** **Aprobado por las partes, es apropiado un enfoque de valor justo de mercado.** El Tribunal podría estimar el valor justo de mercado son las diversas ofertas que se hicieron entre 2005 y 2010 por las acciones en la empresa conjunta CAUC o Khan Canada. Las dos ofertas más relevantes en cuanto al tiempo son las ofertas realizadas a finales de 2009 y principios de 2010 por ARMZ y CNNC, respectivamente. ARMZ ya era accionista minoritario de Khan Canada e hizo una oferta pública de adquisición hostil en noviembre de 2009 por las acciones restantes a aproximadamente CAD 0,65 por acción.	24.01.2008 ya que es la fecha inmediatamente anterior a las resoluciones de anulación con respecto a las concesiones de Junín y pasó a ser de conocimiento público. **Análisis del tribunal arbitral** Decide: (i) 3.11.2008 para las concesiones de Junín y (ii) 30.06.2009 para la concesión de Chaucha. Sin embargo, como se verá más adelante, estas fechas diferentes no son directamente importantes para las decisiones del Tribunal sobre compensación	**23 de junio de 2011 un día antes de que se emitiera el DS 032.** Artículo 812(2) del TLC, la indemnización por expropiación "será equivalente al valor justo de mercado de la inversión expropiada inmediatamente **antes de que la expropiación se haya llevado a cabo**	9 de julio de 2012, Ley de expropiación El 10 de julio de 2012

¿Por qué el tribunal arbitral rechaza el método DCF?	1.Rusoro carece de desempeño financiero comprobado 2.El precio del oro es altamente volátil. Venezuela decidió expropiar Rusoro cuando se encontraba en uno de sus picos históricos. Por tanto, es difícil recrear las expectativas del mercado en el momento de la expropiación **3.-Asimismo,** el precio de una acción de Rusoro en el mercado bursátil de Toronto (y, por consiguiente, la capitalización de mercado de Rusoro) se vio afectado por las Medidas de 2009 y 2010, y por el aumento general en la percepción del riesgo político que afectaba a la demandanda (tal como lo demuestra el hecho de que el diferencial del bono soberano de Venezuela se multiplicó por seis, de aproximadamente 2% a 12%, en el período comprendido entre los años 2007 y 2011). **El hecho de que, dadas estas razones exógenas, el precio de mercado de las acciones de Rusoro colapsara no impactó el valor contable de los activos de Rusoro. El precio de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa está sujeto a la volatilidad del mercado bursátil; las oscilaciones en los precios de las acciones, no obstante, no resultan en la obligación de deteriorar el valor contable de sus activos.** 3. El secor aurífero venezolano ha sufrido una creciente presión regulatoria lo que hace imposible predecir con certeza la manera en que los flujos de caja futuro se verán afectados.	En este caso, el tribunal arbitral concluye que el demandante ha probado la rentabilidad futura y que Crystallex **no tenía un historial probado de rentabilidad** porque nunca comenzó a operar la mina. El tribunal rechaza el enfoque de costos propuesto por el demandado ya que no reflejaría el valor justo de mercado de la inversión ya que por definición sólo evalúa lo que se ha gastado en el proyecto en lugar de cuál es el valor de mercado.	Acepta el DCF.	Acepta el DCF. El tribunal arbitral concede importancia a la opinión de CIMVAL porque es una prueba de la metodología de valoración que es utilizada en la práctica por un comprador real en el mercado limitado de empresas mineras a gran escala. En opinión del tribunal el proyecto Reko Dig satisfaría al menos la definición de una propiedad de exploración en etapa avanzada para la cual **CIMVAL** usa con frecuencia el enfoque de ingresos,	El tribunal arbitral señaló que en el presente caso existe una serie de factores e incertidumbres que hace que el método DCF sea inapropiado. Estas incertidumbres son: 1. Cómo se habría financiado el proyecto Domord 2. Si se habría incorporado a la empresa a otro socio estratégico 3. Si Khan hubiera llevado el proyecto minero Domord a la etapa de producción 4.La firma de varios acuerdos para finalizar los términos comerciales del proyecto Domord	El tribunal señala que el método de valoración es el método propuesto por la demandante, esto es, el enfoque de cuantificación basado en los costos incurridos por los demandantes en relación con la Concesión Junin.	El tribunal arbitral rechaza calcular la indemnización en función de la rentabilidad prevista y el método DCF. El tribunal arbitral señaló que, en controversias entre inversionistas y Estados, un tribunal arbitral nunca ha otorgado una indemnización sobre la base de un modelo DCF para activos no productivos.	El tribunal rechaza Aplicar el DCF por que es un proyecto que no entró en producción y demostró no tener viabilidad económica. Asimismo, las partes señalaron que el método DCF no es apropiado en el presente caso porque el proyecto no estaba lo suficientemente avanzado como para que pueda existir información confiable suficiente de modo para poder valuar el activo mediante el flujo de fondos descontados con un grado de confianza razonable.

Enfoque de valoración del tribunal Arbitral	Enfoque combinado: -Enfoque de mercado -Valor contable -La valoración de la inversión ajustada	Método de mercado de valores proporciona una base razonable para cuantificar los daños. El demandante ha establecido el hecho de la rentabilidad futura ya que había completado la fase de exploración más aun se había establecido el tamaño de los depósitos. Señaló que el precio del valor de la inversión se puede determinar en base a los precios de mercado y los costos están reconocidos en la industria minera. Agregó el tribunal que el oro a diferencia de la mayoría de otras materias primas, está menos sujeto a la dinámica de la oferta y demanda o a las fluctuaciones de mercado	Método DCF. Rechaza el método de comparables con otras minas dado que muchas variables son específicas de cada mina (como las condiciones climáticas y geológicas)	Método DCF	Método DCF Método comparable de mercado Enfoque de capitalización de mercado	Método sobre costos		Método, valor justo de mercado. Aprobado por ambas partes, conforme a lo provisto por el Artículo 812.2 del TLC, el Tribunal está de acuerdo en que el estándar del valor justo de mercado puede ser un método apropiado de cuantificación en el presente caso. No aplicar el FCD, imposible prever el logro y la seguridad de la rentabilidad del Proyecto Santa Ana de la Demandante en el futuro cercano, el l Proyecto siguió siendo demasiado especulativo e incierto como para poder emplear dicho método. Enfoque de las sumas invertidas que se basa en un estándar de comparación concreto y observable, es decir, los costos que invirtió la demandante.	Método de costo El Tribunal procede entonces a determinar el valor de la compensación sobre la base del método de costos, es decir, el valor de la inversión realizada por CMMK en el Proyecto
Laudo en daños	$966,5 MM Compensación por la expropiación de su inversión $1, 277 MM Indemnización por los daños sufridos como consecuencia de la violación del párrago 6 del Anexo del TBI 3MM por costos y costas	$1, 202 MM Indemnización por los daños. Cada parte se hacer cargo de los costos y costas	$713 MM para dos concesiones mineras que nunca entraron en la fase de producción al momento de su revocación ilícita.	$4,087 MM (2% PBI Pakistan)	$80 000 Por incumplimiento a la ley, Ley de Inversión Extranjera y el Tratado sobre la Carta de la Energía de 1994 9MM por costos y costas deberá pagar el demandado	$19.447.494.80	$18.297.592 MM 75% de los costos del arbitraje de la Demandante, es decir, USD 5.986.183,29.	$ 18.7 millones	

ET LUX IN TENEBRIS LUCET
MCMXVII

ET LUX IN TENEBRIS LUCET
MCMXVII

ET LUX IN TENEBRIS LUCET
MCMXVII