
COMENTARIOS SOBRE LA VALUACIÓN DE DAÑOS A PARTIR DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA EN EL ARBITRAJE DE INVERSIONES

ADRIANA CUSMANO¹

Revista de la Escuela del Cuerpo de Abogados y Abogadas del Estado |
Octubre 2023 | Año 7 N° 10 | Buenos Aires, Argentina (ISSN 2796-8642) |
pp. 326-335

Resumen: En reuniones de trabajo para la reforma del Sistema de Solución de Controversias entre Inversionistas y Estados (ISDS por sus siglas al inglés *Investor State Dispute Settlement*), la valuación de daños y la determinación de la indemnización forman parte hoy de la agenda. El derecho internacional y los Tratados Bilaterales de Inversión, que son la base jurídica del arbitraje de inversiones, no cuentan con procedimientos ni estándares para la determinación de daños y el cálculo de la indemnización. A partir de la experiencia argentina, se han podido detectar prácticas valuatorias que no cumplen con las buenas prácticas recomendadas por la literatura especializada. Al respecto, los tribunales deberían fortalecer la valoración de la evidencia documental, promover la razonabilidad de los supuestos y de la aplicación de intereses, así como de criterios que minimicen los elementos especulativos que no guardan relación con las inversiones reales a las cuales supuestamente los tribunales estarían protegiendo.

Palabras clave: ISDS – reforma - compensación – intereses

Abstract: Working group to reform the Investor State Dispute Settlement (ISDS), damage assessment and compensation determination are on the agenda today. International law and Bilateral Investment Treaties, which are the legal basis for investment arbitration, have

¹ Economista y Docente de la UBA. Asesora técnica en la Procuración del Tesoro de la Nación desde el año 2011. Las opiniones de este artículo son propias y no representan al organismo empleador.



no procedures or standards for the determination of damages and the calculation of compensation. Based on the Argentine experience, it has been possible to detect valuation practices that do not comply with the good practices recommended by the specialized literature. In this regard, the courts should strengthen the valuation of documentary evidence, promote the reasonableness of the assumptions and the application of interests, as well as criteria that minimize speculative elements that are not related to the real investments that the tribunals are supposedly protecting.

Key words: SCIE– reform – compensation – interest

En el ámbito del Sistema de Solución de Controversias entre Inversionistas y Estados (ISDS por sus siglas al inglés *Investor State Dispute Settlement*), los inversores extranjeros, en adelante, las demandantes, inician un procedimiento de arbitraje de diferencias contra un Estado (anfitrión) por la supuesta violación a ciertos estándares del Tratado Bilateral de Inversión (TBI) aplicable.

En este proceso, la valuación de daños y la determinación de la indemnización son instancias críticas de la controversia. De acuerdo con las estadísticas del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), el 48% de las diferencias que se tramitan ha sido resueltas con decisiones a favor de las reclamaciones (2023). No obstante, los tribunales no están obligados a otorgar una compensación ante las pretensiones indemnizatorias de las demandantes.

En la práctica, los tribunales que analizan las cuestiones valoratorias *encuentran diferencias significativas en los cálculos de las indemnizaciones* presentadas por las partes. Esas diferencias pueden atribuirse a diferentes parámetros de la valuación: a) los métodos de valuación, b) las proyecciones, c) los supuestos utilizados, d) las fuentes utilizadas, e) el cálculo de intereses.

En lo que refiere a los métodos de valuación (a), el cálculo puede realizarse mediante diferentes enfoques que se agrupan en cuatro categorías: 1) de costos, 2) de mercado, 3) de activos y, 4) de ingresos². Entre los métodos más empleados se encuentran el Método de Flujos de Fondos Descontados (FFD, en adelante), que es un enfoque de

2 Para un mayor detalle de los métodos de valuación se recomienda ver Damodaran, A (2002).

ingresos,³ y el método de costos históricos.

Con relación a ello, el profesor Damodaran⁴, explica que no se trata de un problema de la técnica de valuación, sino que la dificultad radica en cómo medir la incertidumbre; y que ello es independiente de la técnica que se utilice (2014). Al respecto, el propio Banco Mundial (2010), de cuyo grupo forma parte el sistema arbitral del CIADI, ha adoptado un criterio cauteloso respecto al método de valuación (FFD), al mencionar que los flujos de fondos descontados deberían ser aquellos que **sean esperables en base a proyecciones razonables**⁵.

En cuanto a las proyecciones (b), el profesor Damodaran (2002), admite la **relevancia de los datos históricos** como los estados financieros de las empresas para las proyecciones de flujo de caja⁶. En la misma línea, Koller, Goedhart y Wessels (2010) consideran que la información histórica que proviene de los estados financieros es un componente crítico para un buen modelo valuatorio.

Sin embargo, las valuaciones de las demandantes no han seguido las buenas prácticas valuatorias que recomienda la literatura especializada, tal como a continuación se detallan:

Han presentado proyecciones extremadamente optimistas con ratios de crecimientos de ingresos y otros variables que no se condicen con la evolución histórica registrada por la empresa,

Han elaborado proyecciones desmedidas recurriendo a supuestos planes de negocios o proyectos de inversión para que no habían sido aprobados por el Directorio, ni siquiera estaban mencionados en las Memorias a los Estados Contables, ni en otra documentación de la

3 Un estudio de PWC (2015) muestra que el 69% de los casos entre 2011 y 2015 en que se determinó la indemnización, utilizó FFD. Tendencia que fue ratificada por estudios posteriores.

4 Profesor de la Escuela de Negocios Leonard N. Stern de la Universidad de Nueva York de finanzas corporativas y valuación de empresas en el programa de MBA. Es autor de numerosos libros sobre valuación de empresas, gestión de inversiones y gestión de carteras.

5 La negrita es agregada.

6 Incluso incluye una tabla relacionada con el protocolo de un modelo de valuación adecuado basado en datos históricos y consolidándolos en su conjunto.

empresa, o que tenía fines distintos a la valuación (Metlife y otros c/ Argentina, Casinos y otros c/Argentina),

Han realizado valuaciones sin presentar los Estados Contables e incluso rechazando la prueba documental solicitada por la Argentina (Mobil y otros),

Han incluido la deuda de la empresa adquirida en el reclamo cuando la estrategia de endeudamiento es parte del riesgo empresario y no es responsabilidad del Estado (caso Aguas Argentinas y Aguas de Santa Fe).

Han imputado las pérdidas a medidas del Estado cuando en realidad presentaban una situación económica y financiera deficitaria previamente a las medidas adoptadas y cuestionadas (*Impregilo c/Argentina, Hochtief c/Argentina, Salini c/Argentina*).

Han fijado la fecha de valuación al final de procedimiento (a la fecha del Laudo), en lugar de establecer a la fecha de valuación al momento de las medidas que constituyen el reclamo. De esta manera se incluían los intereses por ese plazo dentro de la compensación total (*Mobil c/Argentina, Total c/Argentina, Hochtief c/Argentina y Teinver c/Argentina*).

Han calculado daños por todo el período de duración del contrato, lo que equivale a valorar daños por expropiación cuando en realidad del tribunal con estableció esa condena (*Suez c/Argentina; Total c. Argentina*)⁷.

Todas estas prácticas han llevado a sobreestimar el valor del activo (firma, dividendos), y del daño y, en consecuencia, a determinar compensaciones inadecuadas, por parte de ciertos tribunales, contra los Estados.

Al respecto, ni el derecho internacional, ni los Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) — que constituyen la base jurídica del arbitraje de inversiones— estipulan procedimientos ni estándares de compensación que garanticen ciertos criterios para calcular una reparación adecuada y razonable, en caso de que así corresponda. En recientes reuniones de trabajo para la Reforma del sistema ISDS (Grupo de Trabajo III) se han incorporado temas afines a la carga de la prueba, los requisitos probatorios en materia de daños y la determinación de la indemnización. (Observatorio de Arbitraje Internacional, 2022).

7 En el caso *Hochtief AG c/ Argentina*, el tribunal aceptó la argumentación de la Argentina.

En cuanto a ello, en principio, se debe probar la existencia de daños y la relación de causalidad directa entre el perjuicio alegado con el hecho o medida que da origen a la demanda, lo que corresponde a las partes demandantes. Al respecto, los tribunales han entendido que, ante la falta de acreditación de los supuestos daños, la violación del TBI no daba lugar *necesariamente* a una reparación. En este sentido, el tribunal del caso *Crystallex c/ Venezuela* afirmó:

[U]na vez que se establece el hecho de la rentabilidad futura y que no es esencialmente de naturaleza especulativa, no es necesario probar el monto de tales beneficios con el mismo grado de certeza. En otras palabras, **el demandante debe probar que ha sido privado de los beneficios que realmente habría obtenido**. Esto requiere probar que existe suficiente certeza de que se ha dedicado o se habría dedicado a una actividad lucrativa de no ser por el acto ilícito del Demandado, y que dicha actividad habría sido efectivamente rentable (párr. 875)⁸.

En la misma línea, el tribunal del caso *Urbaser S.A y otros c/ Argentina*, pese a determinar la responsabilidad del Estado no estableció una indemnización al valuar los daños habían sido probados. En el mismo sentido, el tribunal del caso *Victor Pey Casado c/ Chile* analizó que “en ausencia de cualquier prueba suficiente de lesión o daño causado a las demandantes por incumplimiento del TBI (...) la cuestión de la evaluación o cuantificación de dicho perjuicio no se plantea” (párr.234).

En resumen, ante la ausencia de procedimientos sobre la determinación de daños y a partir de la vasta experiencia de la Argentina en la materia, se pueden esgrimir ciertos criterios generales que podrían adoptarse para una buena práctica de valuación de daños y la determinación de la indemnización:

Criterios para determinación de una indemnización adecuada

8 La negrita es agregada.

	<i>Parámetros a evaluar</i>
(a) Método de valuación	Fase en que se encuentra la empresa (en marcha, o en liquidación). Empresa de capital cerrado, o cotizante. Sector económico al que pertenece la empresa Grado de competencia en el mercado (oligopólico o competitivo)
(b) Proyecciones	Basadas en datos históricos de la empresa o consistentes con la trayectoria de la empresa, fundamentadas en documentos y argumentos razonables.
(c) Supuestos	Razonables y no especulativos Aplicables a los países donde se desarrolla la inversión. Basados en información de mercado y de la empresa
(d) Fuentes de información	Información detallada de la empresa y de las empresas vinculadas, estados contables y financieros, sistemas contables de información. Datos sobre variables de mercados confiables y aplicables al mercado que se valúa. Otros documentos contables como facturas de pagos.

Un capítulo de especial atención merece la aplicación de intereses (e) como parte de las compensaciones que se determinen. En principio, los tribunales no están obligados a conceder intereses adicionales al monto de la compensación.

De todas formas, si el tribunal establece una compensación, cualquier interés potencial, si corresponde, debe calcularse a una tasa que excluya el riesgo y solo refleje el valor temporal del dinero. De esta manera lo analizó el tribunal del caso *Total S.A c/ Argentina*:

[L]os intereses sobre todos los montos principales otorgados

como compensación por daños a Total en el presente Laudo **serán a una tasa libre de riesgo**. [...] [L]a referencia estándar es a una tasa que se puede obtener de un emisor de primera clase que no presenta ningún riesgo en cuanto al pago de intereses y el reembolso del capital (normalmente, en el caso de los dólares estadounidenses, el gobierno de los Estados Unidos). [...] [L]os tribunales de inversiones se han referido principalmente a **letras del Tesoro estadounidense de corto plazo, como letras a seis meses o a un año**, en lugar de instrumentos a más largo plazo. [...] (párr. 258, 264 y 268)⁹.

Dado que, una vez fijada la compensación, ese monto es un valor seguro y fijo, es decir, no está sujeto a riesgos, sería asimilable a un activo libre de riesgo. Como sostiene el profesor Damodaran, “un activo libre de riesgo se debe remunerar a una tasa libre de riesgo” (2009).

El uso de tasas libres de riesgo a corto plazo para el cálculo de intereses consta de un amplio respaldo en el arbitraje internacional de inversiones. Entre ellos se pueden mencionar los siguientes casos: *CMS Gas Transmission Company c/ Argentina* (2005, párr. 471); *Azurix Corp. c/ Argentina* (2006); *LG&E Energy Corp y otros c/ Argentina* (2007); *BG Group Plc. c/ Argentina* (2007, párr.455); *Total S.A. c/ Argentina* (2013, párr.256); casos *Suez y otros c/ Argentina* (3/17 y 3/19), *Hochtief A.G. c/ Argentina* (2016, párr.47) y *Teinver S.A. y otros c/ Argentina* (2017, párr. 1124).

Criterios para la aplicación de intereses (actualización)

	<i>Recomendado</i>	
Tipo de tasa	Libre de riesgo + spread	Libre de riesgo
Período de aplicación	Anterior / Posterior al Laudo	Posterior al Laudo
Frecuencia de la tasa	Corto plazo (usual) / largo plazo (EDF c/Argentina)	Corto plazo
Método	Simple / Compuesto	Simple

En materia de intereses, **la ley argentina**, que es el derecho apli-

9 La negrita es agregada.

cable cuando es el país anfitrión de las inversiones, ésta **prohíbe la capitalización de intereses**; salvo casos excepcionales y expresamente determinados (Código Civil Argentino, art. 623 y Código Civil y Comercial Argentino, art. 770). La Corte Suprema de Justicia de la Nación ha sostenido consistentemente que tal prohibición es una norma de orden público, irrenunciable, y que la capitalización de intereses sólo es admisible de manera restrictiva en los casos expresamente previstos en la norma, no aplicable.

Sin embargo, se ha verificado *con frecuencia* que las demandantes proponen tasas de interés con riesgo para la actualización, con sistemas de capitalización de frecuencia de corto plazo (mensual, trimestral). Estas prácticas provocan un efecto financiero en el cálculo de la compensación, es decir, un *incremento exponencial* en los intereses acumulados sobre la eventual compensación. Por ejemplo, en el caso *Azurix c/ Argentina*, los intereses sobre el monto total del daño ha llegado a representar 12 veces el monto del capital reclamado. En igual sentido, en el caso *Sempre c/ Argentina*, los intereses superaron el 200% del monto de los daños reclamados¹⁰.

No obstante, si el tribunal decide aplicar intereses para actualizar daños, las tasas apropiadas deberían ser tasas libres de riesgo, líquidas y de relativo corto plazo como la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 6 meses. Dicha tasa cumple con las siguientes características: (i) ser consistente con los principios generales del derecho internacional para una compensación justa, (ii) es la tasa aplicada en numerosos fallos arbitrales internacionales, (iii) es congruente con la teoría financiera aplicable y, (iv) es coincidente con la tasa propuesta por distintas partes demandantes en casos CIADI.

La aplicación de tasas libre de riesgo está ampliamente avalada por el arbitraje de internacional de inversiones: *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/8 (2005, ¶ 471); *Azurix Corp. v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/01/12 (2006); *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp., and LG&E International Inc. v. Argentina*, ICSID Case No. ARB/02/1, (2007); *BG Group Plc. v. Argentine Republic*, UNCITRAL Arbitration No. UNC 54 KGA, (2007, ¶ 455); *Total S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/04/1 (2013, ¶ 256); *Suez, Sociedad General de Aguas de*

10 Otros casos donde el reclamo por intereses implicaba tasas exorbitantes como el caso *ICS c/ Argentina, Urbaser y otros c/ Argentina y Teinver y otros c/ Argentina*.

Barcelona S.A., Vivendi Universal S.A. and AWG Group Limited v. Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/03/19 and UNCITRAL, (2015); *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A., and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/17 (2015); *Hochtief A.G. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/31, (2016, ¶¶ 47-48) y *Teinver S.A., Transportes de Cercanías S.A. and Autobuses Urbanos del Sur S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/09/1, (2017, ¶ 1124).

En resumen, se celebra la incorporación en la agenda de reformas del ISDS el tema de la valuación daños. En base a la experiencia acumulada por parte de la Argentina, sería propicio tener en cuenta algunos de los criterios propuestos para evitar establecer condenas desproporcionadas a los Estados, las cuales que no guardan si quiera relación con las inversiones a las cuales supuestamente los tribunales estarían protegiendo con sus decisiones.

BIBLIOGRAFÍA

- BG Group Plc. c. República Argentina (UNCITRAL Arbitration No. UNC 54 KGA), Laudo de 24 de diciembre de 2007.
- Azurix Corp. c. República Argentina (Caso CIADI No. ARB/01/12), Laudo de 14 de julio de 2016.
- Banco Mundial (2010), Guías del Banco Mundial para el Tratamiento de las Inversiones Extranjeras, capítulo IV.
- CIADI, Carga de Casos del CIADI. Estadísticas. Edición 2023 -2.
- CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/01/8 (2005, ¶ 471);
- Crystallex International Corporation c. Venezuela, (Caso CIADI N° ARB(AF)/11/2), Laudo de 4 de abril de 2016.
- Damodaran, A (2002). *Investment Valuation: Toos and Techniques of Determining the Value of Any Asset*. 2nd Edition
- Damodaran A. (2009), *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*, September 2009, Stern School of Busines.
- Damodaran A., Entrevista en Sintetia, 13 de enero 2014
- Hochtief A.G. c. Argentina, (Caso CIADI N° ARB/07/31), Laudo de 21 December 2016.
- Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A., and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. c. Argentina (Caso CIADI N° ARB/03/17), Laudo de

4 de diciembre de 2015.

LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp., and LG&E International Inc. v. Argentina, Caso CIADI No. ARB/02/1, (2007)

UBA, Facultad de Derecho, Observatorio de Arbitraje Internacional y Derecho de las Inversiones Extranjeras. Newsletter, Año 3 N°8 Setiembre – Diciembre 2022.

Teinver S.A., Transportes de Cercanías S.A. and Autobuses Urbanos del Sur S.A. c. Argentina (Caso CIADI N° ARB/09/1), Laudo de 21 julio de 2017.

Total S.A. c. Argentina (Caso CIADI N° ARB/04/1), Laudo de 27 de noviembre de 2013.

Urbaser SA y Consorcio de Aguas Bilbao Bizkaia, Bilbao Biskaia Ur Partzuergoa c. Argentina (Caso CIADI No. ARB/07/26), Laudo del 8 de diciembre de 2016.

Víctor Pey Casado y Fundación Presidente Allende c. República de Chile (Caso CIADI No. ARB/98/2), Laudo de 16 de septiembre de 2016.

BG Group Plc. v. Argentine Republic, UNCITRAL Arbitration No. UNC 54 KGA, (2007, ¶ 455);

Total S.A. v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/04/1 (2013, ¶ 256);

Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A., Vivendi Universal S.A. and AWG Group Limited v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/03/19 and UNCITRAL, (2015);

Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A., and InterAgua Servicios Integrales del Agua S.A. v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/03/17 (2015); Hochtief A.G. v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/07/31, (2016, ¶¶ 47-48) y Teinver S.A., Transportes de Cercanías S.A. and Autobuses Urbanos del Sur S.A. v. Argentine Republic, Caso CIADI No. ARB/09/1, (2017, ¶ 1124).