

Manuel Conthe
ARBITRATOR

XI Conferencia de Arbitraje Internacional

Quito, 23 de marzo de 2018

**El coste de la inversion en la valoración del
daño por expropiación**

manuel.conthe@mconthe.com

www.manuelconthe.com

RESUMEN

I. PRINCIPIOS GENERALES

- Todo Estado tiene derecho a expropiar bienes privados, por motivos de interés público, siempre que
 - Respete el “debido proceso”
 - Pague al expropiado una indemnización rápida, efectiva y justa
- En expropiaciones legales, la indemnización debe ser el “valor justo de mercado” (*fair market value*) del bien expropiado en el momento de la expropiación.
- Método ideal de cálculo del “valor de mercado: “descuento de flujos de caja” (DFC)
 - Es un método “prospectivo” (*forward looking*), que ignora por completo el “coste de la inversión”
 - ¿Qué condiciones son necesarias para que pueda aplicarse?
 - Si no se puede aplicar el DFC ¿qué métodos alternativos utilizar?
 - ¿Qué problemas suscita el método del “coste de la inversión” (*sunk costs*)? ¿Cómo corregirlos?

II. ANÁLISIS DE ALGUNOS LAUDOS

- *Caratube II* (2017)
- *Karahas Bodas* (2000)
- *Rusoro Mining* (2016)

INVERSIONES “LÍQUIDAS”: UN EXPERIMENTO

“Hace años Vd. compró una caja de vino de Bordeaux, cosecha 1982, por **\$20** la botella. Ahora esas mismas botellas se venden en el mercado a **\$75**.”

Consideremos ahora tres escenarios alternativos:

- Escenario 1: Vd. ha decidido **regalarle** una botella a un amigo
- Escenario 2: Vd. ha decidido **beberse** esta noche una botella
- Escenario 3: Mientras ordenaba su bodega, una botella se ha caído y se le ha **roto**

Pregunta

¿Qué valor en dólares es el que mejor refleja el valor psicológico que Vd. atribuiría a la botella en cada escenario?

[La respuesta, al final de la presentación]

¿CUÁNDO DEBE USARSE EL MÉTODO DFC?

Rusoro vs República Bolivariana de Venezuela (2016)

- The enterprise has an established **historical record** of financial performance
- There are **reliable projections** of its future cash flow, ideally in the form of a detailed business plan adopted in tempore insuspecto, prepared by the company's officers and verified by an impartial expert
- The **price** at which the enterprise will be able to sell its products or services can be determined with reasonable certainty
- The business plan can be financed with **self-generated cash**, or, if additional cash is required, there must be no uncertainty regarding the availability of financing
- It is possible to calculate a **meaningful WACC**, including a reasonable country risk premium, which fairly represents the political risk in the host country
- The enterprise is active in a sector with low regulatory pressure, or, if the regulatory pressure is high, its scope and effects must be predictable: it should be possible to establish the **impact of regulation** on future cash flows with a minimum of certainty

COSTE DE LA INVERSIÓN (“SUNK INVESTMENT COSTS”)

Cuando el método DFC y las valoraciones de mercado no son aplicables, los árbitros tienen que guiarse por otros criterios, como:

- “Valor en libros” (*book value*)
- “Coste de la inversión” (*sunk costs*)

Son criterios “retrospectivos” (*backward looking*), a diferencia del DFC, que es “prospectivo” (*forward-looking*)

Problemas:

1. *Sobrevaloración*

Puede producirse en varios supuestos:

- Los costes de inversión se hincharon artificialmente (*overinvoicing*), o fueron ineficientes o incluso ilegales (ej. sobornos)
- Se han producido cambios posteriores que han reducido el valor económico de la inversión, que ha quedado “**varada**” (*stranded costs*):
 - Cambios regulatorios (ej. liberalización de un sector hasta entonces cerrado a la competencia)
 - Aparición de “tecnologías disruptivas” o nuevos competidores (“innovación schumpeteriana”)
 - Tendencias de mercado adversas (ej. caída en picado del precio internacional del bien producido, cambio de gustos...)

COSTE DE LA INVERSIÓN (“SUNK INVESTMENT COSTS”)

2. *Infravaloración*

Puede producirse en varios supuestos:

- El inversor superó los riesgos e incertidumbres que reinaban cuando hizo la inversión (*de-risking*), lo que le permitió conseguir ganancias.
 - “Falacia del alquimista”: el pionero con éxito acabará ganando menos de lo que imaginaba, porque surgirán imitadores
 - Riesgo de “sesgo retrospectivo” (*hindsight bias*) cuando el Estado enjuicie los riesgos iniciales que afrontó el inversor
- Ha habido tendencias favorable en los mercados que han revalorizado la inversión (ej. subida del precio de producto).
 - Consecuencia: la **rentabilidad ex post** de la inversión inicial puede resultar extraordinariamente elevada, lo que suscitará en el Estado anfitrión la tentación de
 - expropiarla, pagando solo su coste inicial
 - retirarle las ventajas que el Estado le otorgó, cuando invertir era arriesgado
 - Para que ese riesgo potencial de “*obsolescing bargain*” (Vernon) en caso de éxito no frene la inversión extranjera, un Estado debe, como Ulises, “**atarse al mástil**” de un Tratado de Protección de Inversiones.

COSTE DE LA INVERSIÓN AJUSTADO

¿Cómo corregir los problemas y limitaciones del “coste de la inversión”?

- Ajustes a la baja
 - Inversiones ineficientes (ej. sobrepago en suministros por ausencia de presión competitiva)
 - Transferencias de capital para cubrir pérdidas operativas en los años iniciales
- Ajustes al alza
 - Por tendencia favorable, tras la inversión, en el precio del bien producido (ej. oro, petróleo...)
 - “Pérdida de oportunidad” (*loss of opportunity*), cuando el lucro cesante es difícil de calcular, pero la probabilidad de beneficios era muy alta.

Si al coste de la inversión le añadimos cierta “pérdida de oportunidad”, ¿no hay riesgo de contabilización doble (“*double counting*”)?

Caratube vs Republic of Kazakhstan (2017) (“Caratube II”): facts

- In 2002 Caratube, a company owned by the Palestian, US-based Devincci Hourani and his family, spent US\$9 million in a Contract with Kazakhstan’s Ministry of Energy and Mineral Resources (MERM) to explore and **develop the Caratube fields**.
- A 5-year Exploration Period was foreseen (which the Contractor could extend twice for up to 2 years each time), with the Production Period extending for 25 additional years once the Contractor made a “commercial discovery”.
- July 2007: a 2-year extension of the Exploration period was agreed and signed.
- May 2007: Mr. Aliyev, son-in-law of President Nazarbayev and brother-in-law of one of the Hourani brothers, was sacked as Kazakstan’ Ambassador to Austria and accused of two kidnappings. He had criticized Mr. Nazarbayev’s declared intention to change the Constitution and run again for President, and announced his own intention to run for such office.
- According to the Claimants, this was followed by a harassment campaign against all those perceived as assisting Mr. Aliyev, including the Hourani family.
- September 2007: the **Prosecutor’s Office** issued a “Recommendation on elimination of disregard of the rule of law” and invited the MERM to terminate its contract with Caratube. On 1 October 2007, the MEMR sent a “Notice of Termination of Operations”.
- During the 2002-2008 period Caratube **invested US\$ 39.2 million** (out of which US\$ 20.8 million were out of pocket expenses).

Caratube vs Republic of Kazakhstan (2017): claim

Claimants requested:

- US\$ 941 as the FMV of Caratube at the time of expropriation, calculated using the DCF methodology.
 - Claimants argued that if the Tribunal rejected such claim for absence of the required degree of certainty, then they were entitled to the “loss of opportunity” to obtain profits from the field (which they assess at 99% of FMV!).
 - They rejected compensation based on “sunk costs”, as they would not only be contrary to the principle of full reparation, but also to any business rationale in the oil industry where the field had been de-risked and reserves confirmed”.

“An award of sunk costs would also create an incentive for States to transfer all risks of the exploration stage to the investor”.

Caratube vs Republic of Kazakhstan (2017): award (by majority)

- The investor was “substantially deprived of the value of its investment”, as a result of a “sovereign act” (e.g. the actions and recommendations of the Prosecutor’s Office) which amounted to an “unlawful expropriation”
- “**Sunk investment costs** best express in monetary terms the damages incurred by Caratube as a result of the unlawful expropriation.”

Reasons for rejecting FMV:

- Caratube was not a going concern with a proven record of profitability
- It had been in existence and performed the Contract for just over 5 years.
- Caratube was still in the exploration phase and did not dispose of a long-term contract that guaranteed a certain level of profits. The majority of the investment was yet to be made.
- The Claimants have not established with a sufficient degree of certainty the oil reserves.
- Caratube’s contractual performance was sub-standard from the early stages of Contract performance.
- Lack of reliable oil price estimates for a cash-flow projection over a a period of 37 years.

Reasons for applying the “sunk costs” criterion (i.e. **compensation of US \$ 39.2 million**):

- “The breach deprived the sunk costs of purpose for the Claimant”.
- Caratube reinvested into the Project all of the revenues generated from trial production, and such investment also is part of Caratube’s investment.

Karaha Bodas Company (KBC) vs. Pertamina & PLN (2000)

Basic Facts

- KBC was set up to build, own and operate a 400 MW geothermal electricity-generating facility in Indonesia.
- It signed a take-or-pay energy 30-year sales contract with two State-owned companies (Pertamina and PLN), with the price set in US\$.
- Under the Contract, acts of the Indonesian Government could not be considered force majeure by Pertamina and PLN.
- In 1997-1998, in the wake of the East Asian financial crisis, when the project was not yet in operation (but KBC had invested US\$ 94 million) three Presidential decrees ordered Pertamina and PLN not to perform their contractual obligations, as
 - the demand for electricity had slumped; and
 - the devaluation of the rupiah made it impossible to pass on to Indonesian electricity users the agreed US\$ price of the electricity

The Claim

- Claimant (KBC) asked for US\$ 94 million in *damnum emergens*, plus US\$512 as the present value, discounted at 8,5%, of the lost profits associated with the “loss of geothermal development opportunities”.

The Award

- The Award granted KBC **US\$93 million in *damnum emergens* and US\$ 150 as lost profits**

Karaha Bodas Company (KBC) vs. Pertamina & PLN (2000): assesment

- Louis T. Wells: a case of “***double dipping***”:

“Consider an individual saver whose bank account is covered by deposit insurance. Say the saver’s bank fails, and deposit insurance pays both the amount of the deposit and foregone interest for 30 years into the future.

The large award, parallel to the apparently awarded in the KBC case, leaves the saver better off with bank failure than without, because it can deposit the principal elsewhere and earn interest again, ending up with principle plus twice the interest. Of course, the US Federal Deposit Insurance Corporation does not pay future interest when a bank fails.”

- Mi opinión:

- La analogía de Louis Wells no es acertada: un depósito bancario no tiene posibilidad de revalorización

Una analogía mejor: expropiación de un bono del Tesoro a 30 años, con un cupón alto porque se emitió cuando los tipos de interés estaban más altos que en el momento de la expropiación.

- *Karaha Bodas* parece un caso de “coste de inversión ajustado” (i.e. coste histórico de inversión + compensación por “loss of opportunity” for KBC owners of making significant profits over a 30-year period).

Tomó en consideración que, según el contrato, las decisiones del Gobierno indonesio no podían considerarse *force majeure*.

- Aunque la compensación por “*loss of opportunity*” fue generosa y a tanto alzado, no hubo, en mi opinion, “*double dipping*”.

Rusoro Mining vs Venezuela (2016)

Basic Facts

- During 2006-2008, Rusoro, a Russian-owned company listed in the Toronto Stock Exchange, bought 5 gold mines in Venezuela.
- Rusoro's investment (acquisition costs and new investments, net of funding for operating losses) amounted to US\$ 774 million.
- Starting in 2009, the Chávez Government introduced measures (e.g. gold export restrictions) which affected adversely foreign mining companies.
- In September 2011, with **gold at its all-time peak** of US\$1,838/oz., Venezuela nationalized Rusoro's mines.

The Claim

- Rusoro fundamentally asked for US\$ 2.23 billion as the FMV of the nationalized investment, calculated as a weighted average of the prices resulting from comparable public traded companies (50%), comparable transactions (30%) and a partial DCF analysis (20%).

The Award

- “The Tribunal must thus calculate the fair market value of an enterprise which no well-informed purchaser would buy, at a fair price”.
- “The effect of the increased export restrictions must be excluded from the valuation of Rusoro's Enterprise –otherwise **the State would be deriving advantage from its own wrong**”.
- The Tribunal valued the company as the weighted average of three concepts

Rusoro Mining vs Venezuela

Concept	Explanation	Value (US\$ million)	Weight (%)
1. Adjusted Investment Valuation	Historical investment in each company, adjusted for increase in Gold Index Value from purchase date up to September 2011	1,128	50
2. Net book value of investments		908	25
3. Rusoro's Maximum Market Valuation	The maximum valuation was reached in mid-2008, before Venezuela's Measures	700	25
Result		966.5	

El Tribunal entendió que el DCF y el valor de compañías comparables eran demasiado especulativos, y prefirió un sofisticado método de “coste de inversion ajustado”.

CONCLUSIONES

- En expropiaciones legales, la indemnización debe ser el “valor justo de mercado” (*fair market value*) del bien expropiado en el momento de la expropiación.
- Método ideal de cálculo del “valor de mercado: “descuento de flujos de caja” (DFC)
- Cuando no se puede utilizar el DFC ni otros criterios de mercado (múltiplos de empresas comparables, otras transacciones...), el criterio del “coste de la inversión” (*sunk costs*) puede ser la metodología más razonable.
- Pero hay que analizar si son necesarios ajustes, al alza o a la baja.
 - Si se añade compensación por “*loss of opportunity*”, tiene que ser por cuantía inferior al DCF, para evitar “*double dipping*”.

¿Y qué pasó con nuestra pregunta sobre el valor de la botella de vino?

INVERSIONES “LÍQUIDAS”: RESULTADOS DEL EXPERIMENTO THALER-SHA FIR

“Hace años Vd. compró una caja de vino de Bordeaux, cosecha 1982, por \$20 la botella. Ahora esas mismas botellas se venden en el mercado a \$75. Consideremos ahora tres escenarios alternativos:

Escenario 1: Ha decidido regalarle una botella a un amigo

Escenario 2: Ha decidido beberse esta noche una botella

Escenario 3: Mientras trasladaba de sitio las botellas, se le ha caído al suelo y roto una.

¿Qué cantidad en dólares es la que mejor refleja el valor psicológico que atribuye a la botella?

Coste subjetivo		Regalarla	Beberla	Romperla
Importe (\$)	Razonamiento			
0	La botella ya está pagada	30%	30%	8%
+20	Fue lo que pagué en su día	26%	25%	35%
+75	Es la cantidad precisa para comprar otra	30%	30%	55%
-55	Es lo que me he ahorrado (= \$75-\$20)	14%	15%	2%

Manuel Conthe
ARBITRATOR

XI Conferencia de Arbitraje Internacional

Quito, 23 de marzo de 2018

**El coste de la inversion en la valoración del
daño por expropiación**

manuel.conthe@mconthe.com

www.manuelconthe.com