

Centro Internacional De Arreglo De Diferencias Relativas A Inversiones
Washington, D.C.

EN EL PROCEDIMIENTO ENTRE

TENARIS S.A.

y

TALTA - TRADING E MARKETING SOCIEDADE UNIPessoal LDA

(Demandantes)

-y-

REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA

(Demandada)

Caso CIADI N° ARB/12/23

LAUDO

Miembros del Tribunal

Prof. Juan Fernández-Armesto, Presidente

Sr. Enrique Gómez Pinzón, Co-árbitro

Prof. Brigitte Stern, Co-árbitro

Secretaria del Tribunal

Sra. Alicia Martín Blanco

Asistente del Tribunal

Sra. Mélanie Riofrio Piché

Fecha de envío a las Partes: 12 de diciembre de 2016

EN REPRESENTACIÓN DE LAS PARTES

En representación de las Demandantes:

Sr. Nigel Blackaby
Sra. Noiana Marigo
Sra. Caroline Richard
Sr. Jeffery Commission
Sra. Natalia Zibibbo
Sra. Maria Julia Milesi
Sr. Ricardo Chirinos
Sra. Guadalupe Lopez
Sra. Ankita Ritwik
Freshfields Bruckhaus
Deringer US LLP
700 13th Street, NW
10th Floor
Washington, DC 20005
3960
Estados Unidos de
América

Sr. José Humberto Frías
D'Empaire Reyna Abogados
Edificio Bancaracas, P.H.
Plaza La Castellana, 1060
Venezuela

En representación de la Demandada:

Dr. Reinaldo Enrique Muñoz Pedroza,
Procurador General de la República
Dr. Felipe Daruiz
Coordinador de Juicios Internacionales de la
Procuraduría General de la República
Procuraduría General De La República
Av. Los Ilustres c/c calle Francisco Lazo Martí
Urb. Santa Mónica, Caracas
Venezuela

Sr. Paul Reichler
Sr. Kenneth Figueroa
Sra. Mélida Hodgson
Sra. Janis Brennan
Sr. Alberto Wray
Sr. Diego Cadena
Sr. Constantinos Salonidis
Sra. Gisela Paris
Sra. Patricia Cruz Trabanino
Sr. Benjamin Guthrie
Sra. Madeleine Rodriguez
Sra. Manuela de la Helguera
Foley Hoag LLP
1717 K Street, N.W.
Washington, D.C. 20006
Estados Unidos de América

ÍNDICE

I.	INTRODUCCIÓN	15
II.	HISTORIA PROCESAL.....	16
III.	PETICIONES DE LAS PARTES.....	23
	1. Pretensión de las Demandantes	23
	2. Pretensión de la Demandada.....	25
IV.	INTRODUCCIÓN	26
V.	OBJECIONES A LA JURISDICCIÓN.....	28
	1. Falta de consentimiento	28
	1.1 Tenaris-Tavsa	29
	A. Posición de Venezuela.....	29
	a. Ausencia de aceptación tras la negociación preceptiva.....	29
	b. Falta de perfeccionamiento del consentimiento	30
	B. Posición de Tenaris	30
	a. Negociación previa.....	30
	b. Consentimiento perfeccionado.....	30
	C. Decisión del Tribunal Arbitral.....	31
	a. Negociación previa.....	31
	b. Concordancia de términos.....	32
	1.2 Talta-Comsigua	33
	1.3 Tenaris-Comsigua.....	35
	A. Posición de Venezuela.....	36
	B. Posición de Tenaris	37
	C. Decisión del Tribunal Arbitral.....	38
	a. Contexto	40
	b. Objeto y fin	42
	c. Buena fe	43
	D. Coda	43
	2. Ausencia de Sede Efectiva.....	46
	2.1 Posición de las Partes	46
	2.2 Decisión del Tribunal Arbitral.....	49
	A. Los AAPRI exigen Sede Efectiva	51
	a. “Sede”, “Sede Estatutaria” y “Sede Efectiva” en Derecho internacional.....	52
	b. La correcta interpretación de los AAPRI	53
	B. Factores para determinar la Sede Efectiva	55
	C. Prueba aportada por las Demandantes.....	55
	a. Reunión de los órganos de gobierno	55
	b. Lugar de gestión comercial	56
	c. Depósito de libros	57
	D. Prueba aportada por la Demandada.....	57
	E. Valoración de la prueba.....	58
	a. Reunión de sus órganos de gobierno.....	58
	b. Lugar de la gestión comercial	59

(i)	Oficinas	59
(ii)	Empleados	60
(iii)	Actividades comerciales.....	60
(iv)	Gerencia	61
(v)	Datos de contacto	62
c.	Depósito de los libros.....	62
3.	Defectos en la notificación de la controversia de Tavsa.....	63
VI.	EXPROPIACIÓN	64
1.	Antecedentes fácticos	64
A.	Las Demandantes	64
B.	La inversión de las Demandantes.....	65
a.	Tavsa	65
b.	Comsigua.....	67
C.	La nacionalización del sector siderúrgico en Guayana	68
a.	El Decreto 6058.....	68
b.	El Decreto 6796.....	70
D.	La toma de control de los Bienes Expropiados	73
a.	Tavsa	73
b.	Comsigua.....	73
2.	Posiciones de las Partes en relación a Tavsa	74
A.	Posición de las Demandantes	75
a.	Infracción del Derecho venezolano	75
(i)	La Constitución y la LECUPS	75
(ii)	Decreto Nacionalizador.....	75
(iii)	Decreto Ejecutorio	76
b.	Impago de la compensación	76
B.	Posición de la Demandada	77
a.	Respeto al Derecho.....	77
(i)	Derecho venezolano.....	77
(ii)	Derecho internacional	78
b.	La justa compensación exigida en el APRI.....	79
3.	Posiciones de las Partes en relación a Comsigua.....	80
A.	Posición de las Demandantes	80
a.	Expropiación de la inversión en Comsigua.....	80
b.	Venezuela no indemnizó por la expropiación en Comsigua	81
B.	Posición de la Demandada	82
a.	No hubo expropiación	82
b.	La falta de indemnización está justificada	83
4.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	83
4.1	Los AAPRI.....	83
4.2	Tavsa y Comsigua han sido objeto de expropiación	85
A.	Especialidades en el caso de Comsigua.....	86
a.	La decisión de expropiar Comsigua	86
b.	La adquisición forzosa de los Bienes Expropiados	87
B.	Compensación por las expropiaciones	88
C.	Conclusión.....	88
D.	Contra-argumentos de la Demandada	88

	a.	Exclusión del ámbito de aplicación del Decreto Ejecutivo.....	88
	b.	Mantenimiento del valor	89
4.3		La falta de pago	91
	A.	Ausencia de sentencia condenatoria.....	92
	B.	Supuesto obstruccionismo por parte de las Demandantes.....	94
	a.	Indemnización de Tavsa.....	94
	b.	Indemnización de Comsigua	95
	C.	El pago como elemento de conformidad de la expropiación con el APRI...	96
VII. QUANTUM			98
VII.1.	LA FECHA DE VALORACIÓN		102
	1.	Tavsa.....	102
	2.	Comsigua	103
VII.2.	EL VALOR DE TAVSA		105
	1.	El Valor según la Demandante	105
1.1		DFC	105
	A.	Ingresos	105
	a.	Producción tubular	105
	b.	Precio proyectado	106
	(i)	Mayo a diciembre de 2008.....	106
	(ii)	2009 – 2013.....	107
	(iii)	2013 – 2017.....	108
	B.	Salidas de capital	108
	a.	Opex	108
	b.	Impuestos	109
	c.	Capex.....	109
	d.	Cambio en el fondo de maniobra	110
	C.	Valor residual	110
	D.	Tasa de descuento.....	110
	a.	Rentabilidad de la financiación propia	111
	(i)	Tasa de retorno de activos libres de riesgo	111
	(ii)	Prima de riesgo del mercado	111
	(iii)	No hay necesidad de prima por tamaño	112
	(iv)	Beta	112
	(v)	Prima de riesgo país	113
	b.	Coste de la financiación ajena.....	113
	c.	Estructura de capital	113
1.2		Enfoque de múltiplos de mercado	114
2.		El Valor según la Demandada	117
2.1		Enfoque de DFC.....	117
	A.	Ingresos	118
	a.	Producción.....	118
	b.	Precio.....	119
	B.	Salidas de flujos.....	119
	a.	Costes de mercadería vendida.....	119
	b.	Costes de comercialización, generales y administrativos.....	120
	c.	Capex.....	120
	d.	Cambios en el fondo de maniobra.....	121
	C.	Tasa de Descuento.....	121

	a.	Tasa libre de riesgo	122
	b.	Prima de riesgo de fondos propios	122
	c.	Beta	122
	d.	Prima de riesgo país	123
	e.	Prima por tamaño	123
2.2		Múltiplos de mercado	124
2.3		Otros indicativos de valor.....	125
3.		Decisión del Tribunal Arbitral.....	126
3.1		El DFC.....	126
	A.	La producción de tubos	126
	a.	Producción anual	127
	b.	Ajuste del coste laboral	128
	B.	El precio de tubos	129
	a.	Fórmula del precio	129
	b.	La referencia al precio internacional	130
	(i)	Las proyecciones de la dirección	131
	(ii)	Los acuerdos comerciales	131
	C.	Las salidas de flujos	132
	a.	Opex	132
	b.	Capex.....	133
	c.	Fondo de maniobra.....	134
	d.	Contrato de asistencia técnica	135
	D.	WACC	136
	a.	Prima libre de riesgo	136
	b.	Prima de mercado.....	137
	c.	Beta	137
	d.	Prima de riesgo país	138
	e.	Prima por tamaño	139
3.2		Contraste: otros enfoques	141
	A.	Retorno de la inversión.....	141
	B.	Múltiplos de mercado	142
	a.	Posición de los peritos.....	142
	b.	Decisión del Tribunal Arbitral	143
	C.	Transacciones comparables	145
	a.	Construcción de una fábrica en México	145
	b.	Compra de fábrica en Indonesia.....	146
VII.3.		VALOR DE COMSIGUA	147
1.		El Valor según la Demandante	147
1.1		Descuento de Flujos de Caja	147
	A.	Ingresos	147
	a.	Producción de hierro	147
	b.	Precio proyectado.....	148
	B.	Salida de flujos	148
	a.	Opex	148
	b.	Capex.....	149
	c.	Otros.....	149
	C.	Valor residual	149
	D.	Descuento	149
1.2		Enfoque de múltiplos de mercado	151
1.3		Otras transacciones de relevancia.....	153
	A.	La recompra de acciones	153

B.	La recomendación de la presidencia de Comsigua.....	153
C.	Expropiación de Venprecar y Orinoco Iron	154
2.	El valor según la Demandada	154
2.1	Descuento de flujos de caja	154
A.	Precio.....	155
B.	Tasa de descuento.....	155
2.2	Enfoque de múltiplos de mercado	156
2.3	Otros indicativos de valor.....	157
A.	La recomendación de la Presidencia de Comsigua	157
B.	La recompra de acciones	158
C.	Expropiación de Venprecar y Orinoco Iron	158
3.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	159
3.1	Descuento de Flujos de Caja	159
A.	La tasa de descuento.....	159
a.	WACC o rentabilidad de los fondos propios.....	159
b.	Tasa	160
B.	El valor de Comsigua	162
3.2	Otros enfoques.....	162
A.	Múltiplos de mercado	162
B.	Transacciones comparables	164
a.	La compra de las acciones de IFC.....	164
b.	El valor de Venprecar y Orinoco Iron	165
c.	La compra de las acciones de los Accionistas Japoneses.....	165
(i)	Precio ofertado	166
(ii)	Intereses	167
(iii)	Descuento.....	167
(iv)	Fianza	168
(v)	Descuento por minoritario.....	169
VIII. INTERESES		172
1.	Las Demandantes.....	172
2.	La Demandada.....	173
3.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	174
IX. FISCALIDAD.....		176
1.	Posición de las Partes	176
2.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	177
A.	La reclamación de impuestos en Venezuela.....	177
B.	La reclamación de impuestos en el país de residencia	178
3.	Art. 5 APRI Luxemburgo	179
A.	Posición de las Demandantes	180
B.	Posición de la Demandada	181
C.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	181
a.	Versión correcta del art. 5.3	182
b.	Interpretación del art. 5.3	183
(i)	Sentido corriente	183

(ii)	Contexto, objeto y finalidad.....	184
c.	Argumento adicional.....	184
X.	COSTAS	186
1.	Posición de las Demandantes.....	186
2.	Posición de la Demandada.....	186
3.	Decisión del Tribunal Arbitral.....	186
A.	Criterios para la decisión en costas	187
B.	Aplicación del criterio del vencimiento	188
a.	Costes del Procedimiento.....	188
b.	Gastos de Defensa	189
XI.	RESUMEN	192
1.	La jurisdicción	192
A.	La falta de consentimiento	192
B.	Ausencia de Sede Efectiva	194
C.	Defectos en la notificación	194
2.	La expropiación	194
3.	La compensación debida.....	195
A.	La valoración de Tavsa.....	196
B.	La valoración de Comsigua.....	196
4.	Otras decisiones.....	197
XII.	DECISIÓN.....	199

TÉRMINOS DEFINIDOS

Abdala/Zadicoff	Informe de los Sres. Manuel A. Abdala y Pablo D. López Zadicoff de COMPASS LEXECON, LLC de 18 de octubre de 2013.
Abdala/Zadicoff II	Informe de los Sres. Manuel A. Abdala y Pablo D. López Zadicoff de COMPASS LEXECON, LLC de 27 de enero de 2015.
Accionistas Japoneses	Accionistas japoneses de Comsigua que ostentan, conjuntamente, el 73,37% de acciones.
Álvarez	Declaración testimonial de Javier Martínez Álvarez de 27 de enero de 2015.
APRI Luxemburgo	Acuerdo suscrito entre el Gobierno de la República de Venezuela y la Unión Económica Belga-Luxemburguesa para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones firmado el 17 de marzo de 1998.
APRI Portugal	Acuerdo suscrito entre el Gobierno de la República de Venezuela y el Gobierno de la República Portuguesa para la Promoción y Protección recíproca de Inversiones, firmado el 17 de junio de 1994.
AAPRI	APRI Luxemburgo y Portugal, conjuntamente.
Audiencia	Audiencia celebrada del 15 al 22 de junio de 2015.
Bienes Expropiados	Bienes pertenecientes a las Sociedades Afectadas.
CI	Memorial de las Demandantes sobre el fondo, presentado el 21 de octubre de 2013.
CII	Respuesta a la solicitud de bifurcación, presentada por las Demandantes el 16 de diciembre de 2013.
CIII	Memorial de contestación sobre jurisdicción, presentado por las Demandantes el 16 de junio de 2014.
CIV	Réplica de las Demandantes de 27 de enero de 2015.
CV	Escrito posterior a la audiencia, presentado por las Demandantes el 11 de septiembre de 2015.
CVI	Escrito de las Demandantes de 2 de septiembre de 2016.
CIADI o el Centro	Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones.
Comsigua	Complejo Siderúrgico de Guayana C.A.
Comisiones de Control	Comisiones creadas al amparo del Decreto Nacionalizador y encargadas de asumir el control y garantizar la transición de Tavsa y de Comsigua en empresas estatales.

Condición Previa	Condición impuesta al inversor de negociar durante seis meses antes de poder someter la controversia ante el foro de su elección.
Constitución	Constitución de la República Bolivariana de Venezuela de 1999.
Convenio del CIADI	Convenio sobre Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de otros Estados de 18 de marzo de 1965.
Convenio de Asociación	Convenio de asociación estratégica otorgado el 9 de octubre de 1998 entre CVG y Tamsa.
Costes del Procedimiento	Costes del procedimiento relacionados con el Centro y los honorarios de los árbitros.
CVDT	Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados de 23 de mayo de 1969.
CVG	Corporación Venezolana de Guayana.
CVG Sidor	CVG Siderúrgica del Orinoco, C.A.
CVG Tubos	CVG llamada Tubos Industriales y Petroleros, S.A.
Decreto Ejecutorio	Decreto n° 6796 dictado por el Presidente Hugo Chávez el 14 de julio de 2009, que completaba el Decreto Nacionalizador.
Decreto Nacionalizador	Decreto con rango, valor y fuerza de ley orgánica n° 6058, de Ordenación de las Empresas que Desarrollan Actividades en el Sector Siderúrgico en la Región de Guayana dictado por el Presidente Hugo Chávez el 30 de abril de 2008.
Denuncia	Denuncia por parte de la República de Venezuela del Convenio CIADI el 24 de enero de 2012.
Gastos de Defensa	Honorarios y gastos de los letrados, testigos, peritos y otros representantes.
Gastos de Defensa Razonables	Gastos que sean imprescindibles para la defensa razonable de la demanda de las Demandantes.
H 1	Alegatos de apertura de las Demandantes, Audiencia celebrada de 15 al 22 de junio de 2015.
H 2	Presentación de la Demandada, Audiencia celebrada de 15 al 22 de junio de 2015.
H 3	Presentación del Informe de los Sres. Manuel A. Abdala y Pablo D. López Zadicoff de COMPASS LEXECON, LLC, Audiencia celebrada de 15 al 22 de junio de 2015.
H 4	Presentación del Informe del Sr. Timothy H. Hart de CREDIBILITY INTERNATIONAL, Audiencia celebrada de 15 al 22 de junio de 2015.

Hart I	Informe del Sr. Timothy H. Hart de CREDIBILITY INTERNATIONAL de 21 de octubre de 2014.
Hart II	Informe del Sr. Timothy H. Hart de CREDIBILITY INTERNATIONAL de 13 de abril de 2015.
HBC	Hierro briqueteado en caliente.
Informe Conjunto	Informe conjunto elaborado por los peritos de ambas Partes el 21 de agosto de 2015.
IPC	Índice de precios de consumo.
IPP	Índice de precios a la producción.
Junta de Apropiación	Junta celebrada por Comsigua el 17 de junio de 2011 que formalizó el fin del proceso nacionalizador de Comsigua y por la que el Estado se apropió y tomó control sobre los Bienes Expropiados de Comsigua.
Larez	Declaración testimonial de Pedro José Larez de 15 de enero de 2014.
LECUPS	Ley de Expropiación por Causa de Utilidad Pública o Social, publicada en la Gaceta Oficial No. 37.475 de 1 de julio de 2002.
MEP	Ministerio de Poder Popular para la Energía y Petróleo.
MIBAM	Ministro del Poder Popular de Industrias.
Notificación Comsigua	Notificación enviada por Tenaris y Talta a la República de Venezuela el 2 de diciembre de 2011 notificando la existencia de una controversia bajo el APRI Luxemburgo con respecto a su inversión en Comsigua.
Notificación Tavsá	Notificación enviada por Tenaris a la República de Venezuela el 20 de noviembre de 2009 notificando la existencia de una controversia bajo el APRI Luxemburgo con respecto a su inversión en Tavsá.
PDVSA	PDVSA Industrial S.A.
PDVSA Industrial	PDVSA Industrial S.A.
Proseri	Declaración Testimonial de Ricardo Proseri de 26 de enero de 2015.
Prüm	Dictamen del Prof. André Prüm de 23 de enero de 2015.
RI	Objeciones a la jurisdicción y solicitud de bifurcación presentados por la Demandada el 25 de noviembre de 2013.
RII	Memorial sobre jurisdicción presentado por la Demandada el 1 de abril de 2014.
RIII	Memorial de contestación sobre jurisdicción y fondo presentado por la Demandada el 21 de octubre de 2014.

RIV	Dúplica sobre jurisdicción y fondo presentado por la Demandada el 14 de abril de 2015.
RV	Escrito posterior a la audiencia presentado por la Demandada el 11 de septiembre de 2015.
RVI	Escrito de la Demandada de 30 de septiembre de 2016.
Reglas de Arbitraje	Reglas Procesales Aplicables a los Procedimientos de Arbitraje del CIADI.
Reinisch I	Dictamen del Prof. August Reinisch de 31 de marzo de 2014.
Reinisch II	Dictamen del Prof. Reinisch de 12 de octubre de 2014.
Schreuer I	Dictamen del Prof. Christoph Schreuer de 10 de junio de 2014.
Schreuer II	Dictamen del Prof. Christoph Schreuer de 19 de enero de 2015.
Secretaría	Secretaría General del CIADI.
Sidor	Sidor C.A.
Sociedades afectadas	Sociedades afectadas por el Decreto Nacionalizador, específicamente Sidor y sus empresas filiales y afiliadas.
Solicitud de Arbitraje	Solicitud de Arbitraje registrada por el Centro el 21 de agosto de 2012.
T	Transcripción de Audiencia.
Talta o la Demandante	Talta-Trading e Marketing Sociedade Unipessoal LDA.
Tavsa	Tubos de Acero de Venezuela S.A.
Tamsa	Tubos de Acero de México S.A.
Tenaris o la Demandante	Tenaris S.A.
Ternium	Ternium S.A.
TIJ	Tribunal Internacional de Justicia.
TJE	Trato justo y equitativo.
USD	Dólar de los Estados Unidos de América.
Venezuela, República o la Demandada	República Bolivariana de Venezuela.
Villarroel I	Declaración Testimonial de Wilfredo J. Villarroel R. de 15 de octubre de 2014.
Villarroel II	Segunda Declaración Testimonial de Wilfredo J. Villarroel R. de 7 de abril de 2015.

LISTA DE CASOS CITADOS

ADF	<i>ADF Group Inc. c. Estados Unidos de América</i> , Caso CIADI n°ARB/(AF)/00/1, Laudo de 9 de enero de 2003
AES	<i>AES Summit Generation Ltd y AES-Tisza Erömü Kft c. República de Hungría</i> , Caso CIADI n°ARB/07/22, Laudo de 23 de septiembre de 2010
Alpha	<i>Alpha Projektholding c. Ucrania</i> , Caso CIADI n° ARB/07/16, Laudo de 8 de noviembre de 2010
Alps Finance	<i>Alps Finance and Trade AG c. República Eslovaca</i> , UNCITRAL, Laudo de 5 de marzo de 2011
Amoco	<i>Amoco Int'l Finance Corp. c. La República Islámica de Irán</i> , Laudo Parcial n°310-56-3 de 14 de julio de 1987
Barcelona Traction	<i>Barcelona Traction, Light and Power Co., Ltd. (Belgica c. España)</i> , Meritos, Segunda Fase, Juicio de 5 de febrero de 1970, I.C.J, Reports 1970
Burlington	<i>Burlington Resources Inc. c. República del Ecuador</i> , Caso CIADI n°ARB/08/5, Decisión sobre Responsabilidad del 14 de diciembre de 2012
ConocoPhillips	<i>ConocoPhillips Petrozuata B.V., ConocoPhillips Hamaca B.V. y ConocoPhillips Gulf of Paria B.V. c. República Bolivariana de Venezuela</i> , Caso CIADI n°ARB/07/30, Decisión sobre jurisdicción y fondo de 3 de septiembre de 2013
EDF	<i>EDF Ltd. c. Rumania</i> , Caso CIADI n° ARB/05/13, Laudo de 8 de octubre de 2009
Chorzów	<i>Caso Fábrica de Chorzów</i> , CPJI, serie A, núm. 17, p. 29, 13 de septiembre de 1928.
Kılıç	<i>Kiliç İnşaat İthalat İhracat Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi c. Turkmenistan</i> , Caso CIADI n°ARB/10/1, Laudo de 2 de julio 2013
Liberian Eastern Timber	<i>Liberian Eastern Timber Corporation c. República de Liberia</i> , Caso CIADI n° ARB/83/2, Laudo final de 31 de marzo de 1986
MCI Power	<i>MCI Power Group L.C. & New Turbine Inc. c. República del Ecuador</i> , Caso CIADI n° ARB/03/6, Laudo de 31 de julio de 2007
Mondev	<i>Mondev c. Estados Unidos de América</i> , Caso CIADI n°ARB(AF)/99/2, Laudo de 11 de octubre de 2002
Montijo	<i>Caso Montijo</i> , (E.E.U.U. c. Colombia), Laudo de 1875.
Murphy	<i>Murphy Exploration and Production Company International c. República de Ecuador</i> , Caso CIADI n°ARB/08/4, Laudo de jurisdicción de 15 de diciembre de 2010
Noble Venture	<i>Noble Venture c. Rumania</i> , Caso CIADI n°ARB/01/11, Laudo de 12 de octubre de 2005
OI European	<i>OI European Group B.V. c. República Bolivariana de Venezuela</i> , Caso CIADI n°ARB/11/25, Laudo de 10 de marzo de 2015
Olguín	<i>Olguín c. República del Paraguay</i> , Caso CIADI n° ARB/98/5, Laudo de 26 de julio de 2001

Ömer Dede	<i>Ömer Dede and Serdar Elhüseyni c. Rumania</i> , Caso CIADI n°ARB/10/22 Laudo de 5 de septiembre de 2003
Phoenix	<i>Phoenix Action, Ltd. c. La República Checa</i> , Caso CIADI n° ARB/06/5, Laudo de 15 de abril 2009
Plama	<i>Plama Consortium Limited c. República de Bulgaria</i> , Caso CIADI n°ARB/03/24, Laudo de 27 de agosto de 2008
Roberts	<i>Harry Roberts c. Estados Unidos Mexicanos (E.E.U.U. c. Mexico)</i> , Decisión de la Comisión General de Reclamaciones entre México y Estados Unidos de 2 de noviembre de 1926.
Saluka	<i>Saluka Investments BV c. La República Checa</i> , CNUDMI, Laudo parcial de 17 de marzo de 2006
Saur	<i>SAUR International SA c. República Argentina</i> , Caso CIADI n°ARB/04/4, Laudo de 22 de mayo de 2014
Siemens	<i>Siemens A.G. c. República Argentina</i> , Caso CIADI n°ARB/02/8, Laudo del 17 de enero de 2007
Sistem Mühendislik	<i>Sistem Mühendislik Insaat Sanayi ve Ticaret AS c. República de Kirguistán</i> , Caso CIADI n°ARB/(AF)/06/1, Laudo de 9 de septiembre de 2009
Spyridon Roussalis	<i>Spyridon Roussalis c. Rumania</i> , Caso CIADI n° ARB/06/1, Laudo del 7 de diciembre de 2011
Tattler	<i>Tattler (E.E.U.U. c. Gran Bretaña)</i> , 6 R.I.A.A. 48, Laudo de 18 de diciembre de 1920.
Tenaris	<i>Tenaris S.A. y Talta – Trading e Marketing Sociedade Unipessoal LDA c. República Bolivariana de Venezuela</i> , Caso CIADI n°ARB/11/26 de 29 de enero de 2016
Tidewater	<i>Tidewater Inc., Tidewater Investment SRL, Tidewater Caribe, C.A., et al. c. República Bolivariana de Venezuela</i> , Caso CIADI n° ARB/10/5, Laudo de 13 de marzo de 2015
Tokios Tokelés	<i>Tokios Tokelés c. Ucrania</i> , Caso CIADI n°ARB/02/18, Decisión sobre jurisdicción de 29 de abril de 2004
Tulip	<i>Tulip Real Estate and Development Netherlands B.V. c. República de Turquía</i> , Caso CIADI n°ARB/11/28, Laudo de 10 de marzo de 2014

I. INTRODUCCIÓN

1. El 21 de agosto de 2012 la Secretaría General [**“Secretaría”**] del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones [**“CIADI”** o el **“Centro”**] registró una solicitud de arbitraje [**“Solicitud de Arbitraje”**] de Tenaris S.A. [**“Tenaris”**] y de Talta-Trading e Marketing Sociedade Unipessoal LDA [**“Talta”**] [conjuntamente, las **“Demandantes”**], en contra de la República Bolivariana de Venezuela [**“Venezuela”** o la **“Demandada”** o la **“República”**].
2. Esta disputa se refiere a la supuesta expropiación de las inversiones que las Demandantes tenían en dos empresas siderúrgicas en Venezuela. En su Solicitud de Arbitraje, las Demandantes invocaron las disposiciones de los Acuerdos suscritos entre el Gobierno de la República de Venezuela y la Unión Económica Belga-Luxemburguesa para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones firmado el 17 de marzo de 1998 [**“APRI Luxemburgo”**] y el Acuerdo suscrito entre el Gobierno de la República de Venezuela y el Gobierno de la República Portuguesa para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones, firmado el 17 de junio de 1994 [**“APRI Portugal”**], conjuntamente [los **“AAPRI”**].
3. Las Demandantes están representadas en este procedimiento por el estudio jurídico Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP, con oficinas en 700 13th Street NW, 10th floor, Washington D.C. 20005, específicamente por los abogados Nigel Blackaby, Caroline Richard, Noiana Marigo, Jeffery P. Commission, Natalia Zibibbo, Ricardo Chirinos, María Julia Milesi, Guadalupe López y Ankita Ritwik. Las Demandantes están también representadas por José Humberto Frías, del estudio jurídico D’Empaire Reyna Abogados, con oficinas en Edificio Bancaracas, P.H., Plaza La Castellana, 1060, en Venezuela.
4. La Demandada está representada por el estudio jurídico Foley Hoag LLP, con oficinas en 1717 K Street, N. W, Washington, D.C. 20006, específicamente por los abogados, Paul Reichler, Kenneth Figueroa , Mélida Hodgson, Janis Brennan, Alberto Wray, Diego Cadena, Constantinos Salonidis, Gisela Paris, Patricia Cruz Trabanino, Benjamin Guthrie, Madeleine Rodriguez y Manuela de la Helguera.
5. Se hará referencia a la Demandante y la Demandada conjuntamente como **“Partes”**. La lista completa de los representantes de las Partes y sus respectivas direcciones postales han sido incluidas en la carátula de este Laudo.

II. HISTORIA PROCESAL

6. El Centro recibió la Solicitud de Arbitraje de las Demandantes el 20 de julio de 2012. La Secretaria General registró la Solicitud de Arbitraje el 21 de agosto de 2012, de conformidad con el art. 36(3) del Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de Otros Estados [el “**Convenio CIADI**” o “**Convenio**”]. En la notificación del acto de registro, la Secretaria General invitó a las Partes a que procedieran, en cuanto fuera posible, a constituir el Tribunal de Arbitraje, de conformidad con la Regla 7(d) de las Reglas Procesales Aplicables a la Iniciación de los Procedimientos de Conciliación y Arbitraje [las “**Reglas de Arbitraje**”].

Constitución del Tribunal y primera sesión

7. Mediante carta de fecha 19 de febrero de 2013 las Demandantes solicitaron que el Tribunal estuviera constituido por tres árbitros designados uno por cada parte y el tercero, que presidiría el Tribunal, designado de común acuerdo, de conformidad con el art. 37(2)(b) del Convenio CIADI. En la misma carta, las Demandantes nombraron a D. Enrique Gómez-Pinzón, nacional de la República de Colombia. El 22 de febrero de 2013 se informó a las Partes de que D. Enrique Gómez-Pinzón había aceptado su nombramiento.
8. El 15 de marzo de 2013 la Demandada nombró a la Profesora Brigitte Stern, nacional de la República Francesa. El 22 de marzo de 2013 se informó a las Partes de que la Profesora Stern había aceptado su nombramiento.
9. El 16 de julio de 2013 las Partes informaron al Centro de su acuerdo para nombrar al Profesor Juan Fernández-Armesto, nacional del Reino de España, como Presidente del Tribunal. El 18 de julio de 2013 se informó a las Partes de que el Prof. Fernández-Armesto había aceptado su nombramiento.
10. El 18 de julio de 2013 la Secretaria General informó a las Partes de que los tres miembros del Tribunal habían aceptado sus respectivos nombramientos y que el Tribunal se consideraba constituido, y el procedimiento iniciado, en dicha fecha, de conformidad con la Regla 6 de las Reglas de Arbitraje. D^a. Alicia Martín Blanco, Consejera Jurídica del CIADI, fue designada como Secretaria del Tribunal.
11. La primera sesión del Tribunal y consulta procesal preliminar con las Partes se celebró el 12 de septiembre de 2013 por conferencia telefónica. En ella participaron, además de los tres Miembros del Tribunal y de la Secretaria del Tribunal:

En representación de las Demandantes:

Ignacio Hellmund
Nigel Blackaby
Caroline S Richard
Jeffery P Commission

Tenaris S.A.
Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP

En representación de la Demandada:

Manuel Enrique Galindo
Magaly Gutierrez Viña
Yarubith Escobar
Ronald E.M. Goodman
Ignacio Torterola
Diego Cadena

Procuraduría General de la República
Procuraduría General de la República
Procuraduría General de la República
Foley Hoag LLP
Foley Hoag LLP
Foley Hoag LLP

12. Los acuerdos de las Partes y las decisiones del Tribunal acerca de los temas discutidos durante la primera sesión y consulta procesal preliminar se recogieron en la Resolución Procesal No. 1, emitida el 2 de octubre de 2013. Entre otras cuestiones, la Resolución Procesal establece que el Tribunal se constituyó de conformidad con el Convenio CIADI y con las Reglas de Arbitraje, que los miembros del Tribunal presentaron sus respectivas declaraciones firmadas de conformidad con la Regla de Arbitraje 6(2), y recoge asimismo el acuerdo de las Partes respecto a los siguientes temas: que las Partes no tuvieron objeción alguna al nombramiento de ninguno de sus miembros y que, por tanto, el Tribunal se constituyó correctamente; la aplicación de las Reglas de Arbitraje de abril de 2006, estipulaciones sobre los idiomas del procedimiento, incluido el acuerdo de las Partes a que el Laudo se emita sólo en español, y el calendario procesal.
13. De conformidad con el calendario procesal, modificado por acuerdo de las Partes de fecha 15 de octubre de 2013, las Demandantes presentaron su Memorial sobre el Fondo el 21 de octubre de 2013.

La bifurcación y posterior unificación del procedimiento

14. El 25 de noviembre de 2013 la Demandada presentó una solicitud para que dos objeciones a la jurisdicción se decidieran de manera preliminar. Las Demandantes presentaron comentarios a la solicitud de bifurcación de la Demandada el 16 de diciembre de 2013.
15. El 15 de enero de 2014 el Tribunal emitió su Decisión sobre la Solicitud de Bifurcación. En su decisión, el Tribunal aceptó la bifurcación de la objeción *ratione temporis*, e invitó a las Partes a acordar un calendario procesal para el procedimiento bifurcado. Tras recibir las propuestas de las Partes, el 10 de febrero de 2014, el Tribunal estableció un calendario procesal para el procedimiento bifurcado.
16. El 1 de abril de 2014 la Demandada presentó su Memorial de Jurisdicción.
17. El 16 de junio de 2014 las Demandantes presentaron su Escrito de Contestación a las Objeciones a la Jurisdicción.
18. Tras varios intercambios de correspondencia relacionados con la audiencia de jurisdicción inicialmente fijada para comenzar el 14 de julio de 2014, el 2 de julio de 2014 las Partes solicitaron conjuntamente al Tribunal que las objeciones a la jurisdicción que habían sido bifurcadas se uniesen al procedimiento sobre el fondo.

19. El 10 de julio de 2016 el Tribunal informó a las Partes que aceptaba *pro tem* su acuerdo de unificar las etapas de jurisdicción y fondo, si bien se reservaba la posibilidad de revisar su decisión. Asimismo, el Tribunal confirmó las nuevas fechas del calendario procesal y el levantamiento de la suspensión del procedimiento sobre el fondo desde el día 2 de julio de 2014, de conformidad con el acuerdo de las Partes. Las fechas del calendario procesal se revisaron nuevamente sin afectar las fechas previstas para la audiencia.

El procedimiento unificado previo a la audiencia

20. Tras consultar con las Partes, el Tribunal confirmó las fechas para la audiencia el 12 de agosto de 2014.
21. De conformidad con el calendario procesal revisado, la Demandada presentó su Memorial de Contestación sobre Jurisdicción y Fondo el 21 de octubre de 2014.
22. El 5 de noviembre de 2014 el Presidente propuso a las Partes el nombramiento de D^a. Mélanie Riofrio Piché, asociada de Armesto & Asociados, como Asistente del Tribunal, y solicitó su aprobación. El 17 de noviembre de 2014, las Partes confirmaron que no tenían objeción al nombramiento de la Sra. Riofrio Piché como Asistente del Tribunal.
23. El 31 de diciembre de 2014 la Secretaria del Tribunal transmitió a las Partes una declaración adicional presentada por el Sr. Gómez-Pinzón. Las Partes confirmaron que no tenían objeciones al contenido de la declaración adicional del Sr. Gómez-Pinzón el 31 de diciembre de 2014 y el 15 de enero de 2015, respectivamente.
24. El 27 de enero de 2015 las Demandantes presentaron su Memorial de Réplica.
25. El 14 de abril de 2015 la Demandada presentó su la Dúplica.
26. El 18 de mayo de 2015 las Partes entregaron sus respectivas listas de testigos y peritos presentados por la contraparte que tenían intención de interrogar durante la audiencia.
27. El 22 de mayo de 2015 las Partes prestaron un borrador de orden procesal incluyendo los puntos de acuerdo sobre la organización de la audiencia, así como aquellos puntos en los que no habían podido alcanzar acuerdos. En la misma fecha, pero en comunicaciones simultáneas separadas, las Partes presentaron sus comentarios respecto de los puntos sobre los que no habían alcanzado acuerdo.
28. El 27 de mayo de 2015 el Tribunal informó a las Partes de que, en vista de que éstas habían logrado acordar la mayoría de los puntos relevantes, la conferencia telefónica previa a la audiencia no sería necesaria.
29. Los días 27 y 28 de mayo de 2015 las Partes notificaron el orden de comparecencia de sus testigos durante la audiencia.

30. El 2 de junio de 2015 el Tribunal emitió la Resolución Procesal No. 2, que contenía los acuerdos procesales de las Partes y las decisiones del Tribunal sobre los puntos en disputa relacionados con la organización de la audiencia.
31. El 3 de junio de 2015 las Demandantes solicitaron la introducción en el expediente del caso de varios documentos nuevos, así como extractos adicionales de documentos ya en el expediente¹. El 9 de junio de 2015, la Demandada presentó sus observaciones a la solicitud de las Demandantes y solicitó autorización para corregir uno de sus propios documentos. El 8 de junio de 2015 las Demandantes solicitaron la introducción de un nuevo documento. La Demandada respondió a la solicitud de las Demandantes el 10 de junio de 2015.
32. El 11 de junio de 2015 el Tribunal emitió una decisión. Dada la cercanía de la audiencia y la necesidad de que las Partes tuvieran certeza de cuáles eran los documentos admitidos y rechazados antes de su comienzo, el Tribunal enunció su decisión sin detallar el razonamiento. Asimismo, el Tribunal invitó a las Partes a que indicaran si deseaban recibir un razonamiento detallado de la decisión. La Demandada solicitó dicho razonamiento el 12 de junio de 2015. Además, los días 12 y 14 de junio de 2015, la Demandada solicitó autorización para presentar ciertos documentos adicionales.

La audiencia

33. La audiencia sobre jurisdicción y fondo se celebró durante el período del 15 al 22 de junio de 2015, excluyendo los días 20 y 21 de junio de 2015. Además del Tribunal, de la Secretaria del Tribunal y de la Asistente del Tribunal, a la audiencia asistieron las siguientes personas:

En representación de las Demandantes:

Ignacio Hellmund	Tenaris S.A.
Nigel Blackaby	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Noiana Marigo	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Caroline S Richard	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Jeffery P Commission	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Natalia Zibibbo	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Ricardo Chirinos	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Guadalupe López	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
María Julia Milesi	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Ankita Ritwik	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Stephen Maurer	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Angelica Rodriguez	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Deborah Blake	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Amy Cattle	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
Matthew Weybrecht	Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP
José Humberto Frías	D'Empaire Reyna Abogados

¹ Además, el 5 de junio de 2015, la Partes enviaron comunicaciones simultáneas introduciendo nuevas autoridades legales en el expediente.

Filipe Vaz Pinto

Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva &
Associados

En representación de la Demandada:

Felipe Daruiz Ferro	Procuraduría General de la República
Ronald E.M. Goodman	Foley Hoag LLP
Kenneth Juan Figueroa	Foley Hoag LLP
Mélida Hodgson	Foley Hoag LLP
Luis Parada	Foley Hoag LLP
Alberto Wray	Foley Hoag LLP
Janis Brennan	Foley Hoag LLP
Gisela Paris	Foley Hoag LLP
Alexandra Kerr Meise	Foley Hoag LLP
Christina Beharry	Foley Hoag LLP
Diego Cadena	Foley Hoag LLP
Constantinos Salonidis	Foley Hoag LLP
Benjamin Guthrie	Foley Hoag LLP
Patricia Cruz Trabanino	Foley Hoag LLP
Madeleine Rodríguez	Foley Hoag LLP
Manuela de la Helguera	Foley Hoag LLP
Anna Toubiana	Foley Hoag LLP
Kathryn Kaninowski	Foley Hoag LLP
Anna Avilés-Alfaro	Foley Hoag LLP
Pedro Ramírez	Foley Hoag LLP
Oscar Norsworthy	Foley Hoag LLP
Jennipher Izurieta	Foley Hoag LLP
Carmen Roman	Foley Hoag LLP
Peter Hakim	Foley Hoag LLP

Testigos y expertos presentados por las Demandantes:

Javier Martínez Álvarez	Testigo
Luis Francisco Roberts	Testigo
Ricardo Prospero	Testigo
André Prüm	Experto
Dário Moura Vicente	Experto
Christoph Schreuer	Experto
Manuel A. Abdala	Experto
Pablo D. López Zadicoff	Experto
Andrés Casserly	Experto, Compass Lexecon
Daniela Repetto	Experto, Compass Lexecon

Testigos y expertos presentados por la Demandada:

Pedro Larez	Testigo
Wilfredo Villarroel	Testigo
Alain Steichen	Experto

Pedro Maia	Experto
Tiago Duarte	Experto
August Reinisch	Experto
Timothy Hart	Experto, Credibility International
Ken Kratovil	Experto, Credibility International
Rebecca Vélez	Experto, Credibility International

34. Durante la audiencia se introdujeron nuevos documentos y autoridades legales en el expediente. Asimismo, durante la audiencia las Partes acordaron, a invitación del Tribunal, que sus respectivos expertos en daños presentarían modelos de daños conjuntos.

El procedimiento unificado posterior a la audiencia

35. El 29 de junio de 2015 las Partes enviaron un calendario con las fechas acordadas para las presentaciones relativas a los modelos, escritos posteriores a la audiencia y presentaciones de costas.
36. El 30 de junio de 2015 las Demandantes presentaron una comunicación sobre ciertas preguntas formuladas y documentos solicitados por el Tribunal durante la audiencia. La Demandada presentó observaciones a la comunicación de las Demandantes el 14 de julio de 2015.
37. El 17 de julio de 2015 el Tribunal transmitió a las Partes el razonamiento de su decisión de 11 de junio y decidió sobre las solicitudes pendientes. Las Partes presentaron los documentos nuevos admitidos por el Tribunal el 22 de julio de 2015.
38. El 22 de julio de 2015 el Tribunal emitió la Resolución Procesal No. 3 relativa a cuestiones procesales posteriores a la audiencia.
39. Los días 30 y 31 de julio de 2015 las Partes propusieron modificar ciertas fechas del calendario procesal. El 5 de agosto de 2015 el Tribunal informó a las Partes de que no tenía objeciones a las modificaciones propuestas.
40. Las Partes presentaron versiones corregidas y acordadas de las transcripciones el 31 de julio de 2015.
41. El 21 de agosto de 2015 los expertos de cuantificación presentaron los modelos conjuntos solicitados por el Tribunal, así como un memorándum explicando las diferentes opciones y funcionalidades, e incluyendo anotaciones de los expertos.
42. Las Partes presentaron sus respectivos escritos posteriores a la audiencia el 11 de septiembre de 2015.
43. El 2 de octubre de 2015 las Partes presentaron sus respectivos escritos sobre costas.

Escritos y prueba sobre la sede y la fiscalidad

44. El 5 de agosto de 2016 el Tribunal solicitó a las Partes que presentaran nuevas alegaciones y pruebas respecto de varios puntos identificados por el Tribunal.

45. De conformidad con el calendario acordado por las Partes para este propósito, las Demandantes presentaron su escrito y documentos respondiendo a la solicitud del Tribunal el 2 de septiembre de 2016, la Demandada presentó su escrito de respuesta el 30 de septiembre de 2016, las Demandantes presentaron su escrito de réplica el 10 de octubre de 2016 y la Demandada presentó su escrito de dúplica el 20 de octubre de 2016.

Cierre del procedimiento

46. El Tribunal declaró cerrado el procedimiento el 15 de noviembre de 2016.

III. PETICIONES DE LAS PARTES

1. PRETENSIÓN DE LAS DEMANDANTES

47. Las Demandantes solicitan en CI², en CIV³ y en CV⁴ que el Tribunal:

“(a) DECLARE que Venezuela violó los artículos 3 y 4 del Tratado con Luxemburgo;

(b) DECLARE que Venezuela violó los artículos II, III y IV del Tratado con Portugal;

(c) CONDENE a Venezuela a pagarles a las Demandantes la suma de 243,7 millones USD (al 30 de abril de 2008)^[5] por las violaciones de los Tratados que cometió, lo que incluye la suma de 213,2 millones USD ^[6] respecto de la inversión de Tenaris en Tavsa y 30,5 millones USD respecto de la inversión de las Demandantes en Comsigua, o la suma que el Tribunal estime asegurarán una reparación íntegra;

(d) CONDENE a Venezuela a pagar intereses previos al laudo sobre la suma del punto c) precedente por el monto de 471.1 millones USD ^[7], devengados desde la Fecha de Valuación hasta el 11 de septiembre de 2015^[8] a la tasa de 15,69% anual (que es el WACC de Tavsa, por 410.77 millones USD^[9]) y a la tasa de 15,96% anual (que es el WACC de Comsigua, por 60.35 millones USD^[10]) y posteriormente hasta la fecha del Laudo del Tribunal, capitalizados anualmente, o a la tasa y con la frecuencia de capitalización que el Tribunal estime asegurarán una reparación íntegra;

(e) CONDENE a Venezuela a pagar intereses posteriores al laudo sobre los montos indicados en los puntos c) y (d) a la tasa de 15,69% anual (que es el WACC de Tavsa) y 15,96% anual (que es el WACC Comsigua) desde la fecha del Laudo del Tribunal, capitalizados anualmente, o a la tasa y con la frecuencia de capitalización que el Tribunal estime asegurarán una reparación íntegra;

(f) DECLARE que: (i) La condena en daños y perjuicios e intereses de los puntos c), (d) y (e) se dicta neta de los impuestos venezolanos aplicables; y

² CI, párr. 235.

³ CIV, párr. 321.

⁴ CV, párr. 319.

⁵ En CI, el monto era de 244,7 millones USD. El rubro fue posteriormente modificado a 243,7 millones USD en CIV y mantenido en CV.

⁶ En CI, el monto era de 214,2 millones USD. El rubro fue posteriormente modificado a 213,2 millones USD en CIV y mantenido en CV.

⁷ En CI, el monto era de 298,2 millones USD. El rubro fue posteriormente modificado a 405,4 millones USD en CIV y a 471,1 millones USD en CV.

⁸ En CI la fecha era el 15 de octubre de 2013. La fecha fue posteriormente modificada a 15 de enero 2015 en CIV y a 11 de septiembre en CV.

⁹ En CI, el monto era de 260,2 millones. El rubro fue posteriormente modificado a 353,5 millones USD en CIV y a 410,55 millones USD en CV.

¹⁰ En CI, el monto era de 38 millones USD. El rubro fue posteriormente modificado a 51,9 millones USD en CIV y a 60,35 millones USD en CV.

(ii) Venezuela no podrá deducir impuestos respecto del pago de la condena en daños e intereses de los puntos (c), (d) y (e);

(g) CONDENE a Venezuela a garantizar la indemnidad de las Demandantes respecto de toda responsabilidad que por doble imposición pudiera surgir en Luxemburgo, Portugal u otra jurisdicción y que no existiría de no ser por las medidas adversas adoptadas por Venezuela;

(h) CONCEDA toda otra medida de reparación que estime apropiada; y

(i) CONDENE a Venezuela a sufragar todos los costos y gastos del presente arbitraje, incluidos los honorarios de los letrados y peritos de las Demandantes, los honorarios y gastos de los peritos designados por el Tribunal, los honorarios y gastos del Tribunal y los demás costos del CIADI”.

48. Las Demandantes aclaran que¹¹:

“En la medida que el Tribunal concluya que las inversiones de Tenaris en Tavsra fueron expropiadas indirectamente y conceda una indemnización basada en el 30 de abril de 2008 como fecha de valuación, Tenaris habrá recibido una reparación íntegra y no será necesario que el Tribunal considere si Venezuela violó la disposición del Tratado con Luxemburgo referente al trato justo y equitativo. Si, no obstante, el Tribunal utiliza una fecha de valuación del año 2009, será necesario que analice si las medidas que Venezuela adoptó tras el dictado del Decreto 6.058 de Nacionalización violaron la cláusula de trato justo y equitativo del Tratado con Luxemburgo y, en caso de ser así, determine la indemnización a una fecha anterior a las violaciones de ese Tratado cometidas por Venezuela”¹².

“En la medida que el Tribunal concluya que las inversiones de las Demandantes en Comsigua fueron objeto de expropiación indirecta y conceda una indemnización basada en el 30 de abril de 2008 como fecha de valuación por un monto de capital no inferior a la suma asignada a prorrata a cada uno de los Accionistas Japoneses minoritarios (es decir, 24,1 millones USD), entonces no será necesario que considere si aparte Venezuela violó o no las cláusulas sobre trato justo y equitativo, prohibición de discriminar y/o nación más favorecida (NMF) de los Tratados. Si el Tribunal concluye que las inversiones de las Demandantes en Comsigua no fueron expropiadas o calcula por la expropiación una indemnización inferior a la porción asignada a prorrata a los Accionistas Japoneses, entonces debe proceder a abordar el reclamo planteado por las Demandantes al amparo de las cláusulas de prohibición de discriminar y/o NMF y disponer el pago de una indemnización a las Demandantes por sus acciones en Comsigua a la suma asignada a prorrata a cada uno de los Accionistas Japoneses. Si el Tribunal concluye que las inversiones de las Demandantes en Comsigua fueron expropiadas pero utiliza una fecha de valuación de 2009, será necesario que considere si las medidas que adoptó Venezuela tras el dictado del Decreto 6.058 de Nacionalización violaron las cláusulas de trato justo y equitativo de los Tratados y, en caso de

¹¹ CV, párr. 321.

¹² CV, párr. 320.

haber sido así, determine la indemnización a una fecha anterior a las violaciones de los Tratados cometidas por Venezuela”.

49. Las Demandantes solicitan que el Tribunal desestime las objeciones a la jurisdicción del Centro y de la competencia del Tribunal que ha formulado Venezuela. En CIII¹³ solicitan que el Tribunal¹⁴:

“(a) Rechace la objeción jurisdiccional *ratione temporis* de Venezuela y todas las demás objeciones presentadas por Venezuela en su Memorial de Jurisdicción en su integridad;

(b) Otorgue cualquier otro remedio que el Tribunal considere apropiado;

(c) Ordene a Venezuela a pagar todas las costas y gastos relacionados con la fase jurisdiccional, incluyendo los gastos legales de las Demandantes, los honorarios y gastos de sus expertos legales y los honorarios y gastos del Tribunal así como demás gastos de CIADI”.

2. PRETENSIÓN DE LA DEMANDADA

50. La Demandada solicita en RII¹⁵ que el Tribunal declare la falta de competencia del Centro y de jurisdicción del Tribunal para conocer de los reclamos de las Demandantes. En sus escritos posteriores RIII¹⁶ y RIV¹⁷, la Demandada solicita al Tribunal que realice las siguientes determinaciones:

“1) que el Tribunal carece de jurisdicción sobre los reclamos de las Demandantes y que dichos reclamos no son admisibles;

2) si el Tribunal determinara que tiene jurisdicción para entender en la presente controversia, determine que la República Bolivariana de Venezuela no ha violado los compromisos asumidos en los Tratados Bilaterales de Inversión con Portugal y Luxemburgo, respectivamente;

3) que se condene a las Demandantes al pago de las costas y costos de este procedimiento arbitral, así como se compense a la República por los gastos en que ha debido incurrir para su defensa”.

51. En RV, la Demandada agrega el siguiente punto¹⁸:

“En el improbable caso de que el Tribunal considerase que hay responsabilidad, [la Demandada solicita que el Tribunal] niegue el reclamo por daños, por no haber las Demandantes probado su existencia, causal o cuantía en los términos exigidos por el Derecho Internacional”.

¹³ CIII, párr. 101.

¹⁴ CIII, párr. 101. Traducción del Tribunal.

¹⁵ RII, párr. 103.

¹⁶ RIII, párr. 494.

¹⁷ RIV, párr. 458.

¹⁸ RV, p. 130.

IV. INTRODUCCIÓN

52. La disputa principal¹⁹ nace de las supuestas expropiaciones²⁰ de las inversiones de las Demandantes en dos compañías venezolanas: una de fabricación de tubos de acero (Tubos de Acero de Venezuela S.A. [“**Tavsa**”]) y otra de fabricación de hierro (Complejo Siderúrgico de Guayana C.A. [“**Comsigua**”]). Estas empresas, además, habrían sufrido (según relatan las Demandantes) un trato injusto e inequitativo. Este segundo argumento se plantea de forma subsidiaria al de expropiación, porque la indemnización solicitada por la expropiación cubriría también la compensación por el trato injusto e inequitativo.
53. Las Demandantes forman parte del Grupo Techint, un conglomerado internacional dedicado a la industria del acero y compuesto por varios grupos de empresas, entre las que se encuentran Tenaris (la primera Demandante) y Ternium S.A. [“**Ternium**”].
54. Tenaris es una *holding* luxemburguesa²¹, tiene 26 filiales principales y sus títulos cotizan en bolsas principales de Estados Unidos, Italia, Argentina y México²². Tiene dos filiales de relevancia en este arbitraje, en las que posee la totalidad del accionariado:
- Talta²³: se trata de la segunda Demandante, una empresa portuguesa²⁴. Talta, e indirectamente Tenaris, posee 7,58% de las acciones de Comsigua – una de las dos compañías supuestamente expropiadas.
 - Tubos de Acero de México S.A. [“**Tamsa**”]²⁵: una empresa mexicana que posee el 70% de acciones en Tavsa²⁶ – la segunda compañía que las Demandantes alegan ha sido expropiada.
55. La Demandada es la República Bolivariana de Venezuela, que niega haber violado los AAPRI y rechaza, por lo tanto, toda pretensión indemnizatoria. Venezuela también plantea, como excepción previa, la falta de competencia del Tribunal Arbitral para conocer de esta disputa.

¹⁹ Subsidiariamente, las Demandantes alegan también haber sufrido otras violaciones de los AAPRI.

²⁰ En puridad, Venezuela reconoce la expropiación de Tavsa y sólo discute la de Comsigua. Para simplificar, el Tribunal Arbitral se refiere conjuntamente a las “supuestas expropiaciones”.

²¹ Extracto del Registro de Comercio y Sociedades de Luxemburgo para Tenaris de 24 de mayo de 2012, Doc. C 6.

²² Informe Anual 2014 de Tenaris S.A., Doc. R 116, p. 31.

²³ Talta, e indirectamente Tenaris, también adquirieron 50.2% de acciones en Orinoco Iron, Materiales Siderúrgicos S.A. (Matesi), otra productora venezolana de HBC. Dicha inversión y su posterior supuesta expropiación son objeto de otro arbitraje independiente ante el CIADI: *Tenaris S.A. y Talta – Trading e Marketing Sociedade Unipessoal LDA c. República Bolivariana de Venezuela* (Caso CIADI n° ARB/11/26).

²⁴ Certificado Permanente de Talta de 18 de mayo de 2012, Doc. C 8.

²⁵ Registro de accionistas de Tamsa de 6 de julio de 2012, Doc. C 22.

²⁶ Certificado de Registro Mercantil de Puerto Ordaz de CVG-Tubos de 23 de noviembre de 1998, Doc. C 85, p. 8; Convenio de asociación estratégica de 9 de octubre de 1998, Doc. C 19, cláusula 2.1.

56. Buena parte de los antecedentes fácticos de este Laudo son comunes a ambas empresas Tavsá y Comsigua y a ambos inversores, Tenaris y Talta, respectivamente. Cuando así sea, el Laudo se referirá conjuntamente a las empresas o a la “inversión”, y también a las “Demandantes” en plural. No obstante, cuando los hechos y/o la argumentación impacten de forma distinta sobre una u otra empresa, el Laudo analizará por separado a Tavsá y a Comsigua y se referirá a Tenaris y a Talta, respectivamente, como la Demandante correspondiente.
57. El Tribunal Arbitral acometerá el análisis del caso de la siguiente forma: primero estudiará las tres objeciones jurisdiccionales planteadas por Venezuela (**V.**); después, estudiará la pretensión principal de las Demandantes, la alegada expropiación de sus inversiones por la República Bolivariana (**VI.**) y tomará una decisión sobre la cuantía indemnizatoria (**VII.**). Finalmente, el Tribunal Arbitral adjudicará los intereses, la fiscalidad y las costas (**VIII-X.**) y hará un resumen de todas las decisiones anteriores (**XI.**). El último capítulo del Laudo incluirá la sección dispositiva (**XII.**).

V. OBJECIONES A LA JURISDICCIÓN

58. Venezuela ha planteado tres objeciones a la jurisdicción del Tribunal Arbitral:
- La primera afecta a la falta de consentimiento (1.);
 - La segunda, a la ausencia de sede social (2.); y
 - La tercera y última, a los defectos en la notificación de la controversia (3.)

1. FALTA DE CONSENTIMIENTO

59. En los arbitrajes de inversión que surgen de un tratado bilateral el consentimiento a arbitrar se manifiesta de forma sucesiva: primero el Estado formaliza en el APRI una oferta a arbitrar; y después el inversor la acepta – pudiendo la aceptación expresarse de diferentes maneras. Una vez que el inversor ha dado ya su aceptación, el consentimiento a arbitrar queda perfeccionado.
60. En los casos en que el Estado es Venezuela, el proceso de perfeccionamiento del consentimiento se complica porque el 24 de enero de 2012 Venezuela denunció el Convenio.
61. La denuncia del Convenio se rige por sus arts. 71 y 72:
- “Art. 71. Todo Estado Contratante podrá denunciar este Convenio mediante notificación escrita dirigida al depositario del mismo. La denuncia producirá efecto seis meses después del recibo de dicha notificación”.
- “Art. 72. Las notificaciones de un Estado Contratante hechas al amparo de los Artículos [...] 71 no afectarán a los derechos y obligaciones, conforme a este Convenio, de dicho Estado, sus subdivisiones políticas u organismos públicos, o de los nacionales de dicho Estado nacidos del consentimiento a la jurisdicción del Centro dado por alguno de ellos con anterioridad al recibo de dicha notificación por el depositario”.
62. El art. 71 establece que la denuncia del Convenio por parte de un Estado no produce efectos hasta seis meses después de su recepción por el Banco Mundial; la regla implica que hasta el 24 de julio de 2012 (seis meses después de la denuncia) el Convenio continuó surtiendo efectos con respecto a Venezuela. Las Demandantes presentaron la Solicitud de Arbitraje el 20 de julio de 2012 y, por tanto, antes de la expiración de dicho plazo.
63. Además, el art. 72 recoge una particularidad, pues para que el Convenio se aplique a un Estado denunciante, incluso dentro del período de seis meses mencionado en el art. 71, el “consentimiento a la jurisdicción del Centro” debe haberse otorgado con anterioridad a la denuncia.
64. Existe cierto debate sobre si el “consentimiento a la jurisdicción” a que se refiere el art. 72 del Convenio se refiere al consentimiento perfeccionado por el Estado y el inversor (como defiende la Demandada) o si debe entenderse únicamente como una

oferta unilateral del Estado a arbitrar. Las Demandantes sostienen que el debate resulta superfluo ya que, independientemente de la interpretación que se adopte, en todo caso ya habían válidamente prestado su consentimiento antes de la Denuncia²⁷.

65. La cuestión a determinar es, pues, si las Demandantes aceptaron la oferta a arbitrar formulada por Venezuela con anterioridad a la Denuncia. El caso de cada Demandante y su inversión se verá por separado.

1.1 TENARIS-TAVSA

A. Posición de Venezuela

66. Venezuela presenta dos argumentos que han de llevar a este Tribunal a declinar su jurisdicción:

- Como argumento principal, que la aceptación del arbitraje sólo podía haberse producido tras el período de negociaciones previas (**a.**); y
- Como argumento subsidiario, que el consentimiento al arbitraje nunca se perfeccionó por incongruencia entre los términos de la oferta y los de la aceptación (**b.**)

a. Ausencia de aceptación tras la negociación preceptiva

67. De acuerdo con el art. 9.1 y 9.2 del APRI Luxemburgo:

“1. Cualquier controversia entre un inversor y la otra Parte Contratante que se refiera a la aplicación del presente Acuerdo, será objeto de una notificación escrita, acompañada de un memorándum suficientemente detallado de la Parte del inversor. En la medida de lo posible, las Partes intentarán resolver la controversia amigablemente mediante la negociación, pudiendo recurrir a la experticia de un tercero mediante la conciliación.

2. A falta de arreglo amigable dentro de los seis meses contados a partir de la fecha de la notificación, la controversia se someterá, a opción del inversor, bien sea a la jurisdicción competente del Estado en el cual se ha efectuado la inversión o bien al arbitraje internacional. Una vez ejercida esta opción, será definitiva.

A este fin cada una de las Partes Contratantes otorgará su consentimiento irrevocable por adelantado para que sea sometida a este arbitraje”.

68. La Demandada alega que Tenaris debió haber emitido su aceptación al cabo del período de negociaciones de seis meses, contado a partir de la notificación de la controversia, siempre y cuando hubiera entablado negociaciones de buena fe con Venezuela²⁸ – cosa que no ocurrió.

²⁷ CV, párr. 145; T., p. 128:3–7.

²⁸ RIII, párr. 188.

b. Falta de perfeccionamiento del consentimiento

69. Venezuela presenta también un argumento subsidiario.
70. El 20 de noviembre de 2009 Tenaris envió una comunicación al Ministerio de Poder Popular para la Energía y Petróleo [“MEP”] notificando la existencia de una controversia bajo el APRI Luxemburgo con respecto a la expropiación de su inversión en Tavsá [“Notificación Tavsá”]²⁹. En dicha comunicación Tenaris se reservó el derecho de iniciar un arbitraje una vez cumplido el plazo de negociaciones de seis meses a partir de la fecha de esta comunicación o antes, en la medida en que dichas negociaciones carecieran de utilidad³⁰.
71. Según la República Bolivariana, esta reserva de derechos haría que los términos de la aceptación del arbitraje no fueran idénticos a los de la oferta a arbitrar³¹. Y esta incongruencia en los términos implicaría que el consentimiento a arbitrar no se perfeccionó³², pues dicho consentimiento estaría viciado³³.

B. Posición de Tenaris

72. Tenaris niega validez a los dos argumentos esgrimidos por Venezuela.

a. Negociación previa

73. A partir de Notificación Tavsá, Tenaris asegura haberle manifestado a Venezuela en repetidas ocasiones su deseo de entablar negociaciones, como prueban las conversaciones y reuniones mantenidas, así como las cartas enviadas en ese período³⁴.
74. La Demandante afirma que cuando Venezuela formuló la Denuncia, el 24 de enero de 2012, Tenaris había cumplido sobradamente el período de negociaciones de seis meses.

b. Consentimiento perfeccionado

75. Tenaris sostiene que la reserva hecha en la Notificación Tavsá simplemente refleja el texto del art. 9.1 del APRI Luxemburgo, que exige que las partes deben “en lo posible” intentar alcanzar la resolución amigable de su disputa; y también la

²⁹ Notificación de disputa de Tenaris a Venezuela de 20 de noviembre de 2009, Doc. C 9. Venezuela recibió dicha Notificación el 26 de noviembre de 2009 a la que se acompañaba un memorándum detallado de la controversia.

³⁰ Notificación Tavsá, Doc. C 9, pp. 4 y 5.

³¹ Venezuela hace referencia al siguiente párrafo de la Notificación Tavsá: “En este contexto, Tenaris [...] reserva[] ya desde ahora su derecho de iniciar un arbitraje cumpliendo el plazo de negociaciones de seis meses a partir de la fecha de la presente nota o incluso antes de la medida en que la conducta del Gobierno determine que el agotamiento de dicho plazo sea un ritualismo o formalismo privo de cualquier utilidad”. Doc. C 9.

³² RV, párr. 40; T., p. 1593:5–7 (Reinisch).

³³ RIII, párr. 189.

³⁴ CV, párr. 122.

práctica arbitral extendida, que acepta que las negociaciones no necesitan continuarse en caso de “futilidad”³⁵.

76. Añade además la Demandante que no ha sido hasta este arbitraje cuando Venezuela por primera vez ha cuestionado el contenido de la Notificación Tavsas³⁶.

C. Decisión del Tribunal Arbitral

77. El Tribunal Arbitral le da la razón a Tenaris en los dos puntos debatidos.

a. Negociación previa

78. Venezuela inicialmente afirmó que la aceptación debía realizarse tras negociar de buena fe durante seis meses y que en este caso no se había cumplido este requisito. Tras la prueba presentada por la Demandante, que demuestra sus contactos con Venezuela en conversaciones, cartas y reuniones durante más de dos años, en sus últimos escritos la Demandada parece haber abandonado el argumento.

79. El Tribunal Arbitral en todo caso está de acuerdo con Tenaris: la Demandante cumplió su deber de negociar durante seis meses antes de someter la disputa a arbitraje. Y planteó reiteradamente la controversia ante el Gobierno, expresando su deseo de resolverla de manera amistosa; así se desprende de la siguiente prueba:

- Las cartas de 29 de mayo de 2009³⁷, de 17 de agosto de 2009³⁸, de 26 de febrero de 2010³⁹, de 3 de mayo de 2010⁴⁰;
- La Notificación Tavsas de 20 de noviembre de 2009⁴¹;

³⁵ T., pp. 113:14–114:5 y pp. 1658:18–1660:1.

³⁶ CV, párr. 121.

³⁷ Doc. C 60.

³⁸ Doc. C 70.

³⁹ En la carta del Sr. José Frías (Tenaris) al Ministerio de Poder Popular para la Energía y Petróleo de Venezuela, a la atención del Sr. Ángel Núñez (PDVSA Industrial) de 26 de febrero de 2010 Tenaris invita a PDVSA Industrial a reunirse con el objetivo de revisar el valor de la indemnización de su paquete accionario en Tavsas. Doc. C 191; Prospero, párr. 13.

⁴⁰ En la carta del Sr. José Frías (Tenaris) al Ministerio de Poder Popular para la Energía y Petróleo de Venezuela de 3 de mayo de 2010 las Demandantes expusieron que la designación de integrantes adicionales a la comisión técnica de Tavsas en modo alguno implica modificación, alteración o interrupción del curso del plazo de negociaciones establecido por el APRI Luxemburgo. Doc. C 150; Larez, párr. 18, Prospero, párr. 13. CII, párr. 91; Doc. C 60; Doc. C 70; Doc. C 150

⁴¹ Doc. C 9.

- Las reuniones del 25 de marzo de 2010⁴², del 27 de abril de 2010⁴³, del 27 de mayo de 2010⁴⁴, del 9 de febrero de 2011⁴⁵, del 27 de septiembre de 2011⁴⁶, del 5 de octubre de 2011, y el 29 de noviembre de 2011⁴⁷;
80. La República Bolivariana no ha desacreditado la prueba aportada de contrario.
 81. El Tribunal concluye que, cuando Venezuela denunció el Convenio, el 24 de enero de 2012, habían transcurrido sobradamente los seis meses de intentos conciliadores preceptivos, contados a partir de la Notificación Tavsa de 20 de noviembre de 2009.
- b. Concordancia de términos**
82. Alega Venezuela que Tenaris habría alterado en la Notificación Tavsa los términos en los que Venezuela formuló su oferta a arbitrar, creando una incongruencia entre oferta y aceptación que impediría el perfeccionamiento del consentimiento.
 83. El argumento no es convincente.
 84. Al otorgar el APRI Luxemburgo, Venezuela dio su consentimiento a que la controversia se sometiera al CIADI⁴⁸, sujeto (según alega) a una condición: que se respetara el período de seis meses de negociación previa.
 85. En la Notificación Tavsa, Tenaris aceptó resolver las disputas ante el CIADI⁴⁹:

“El Tratado de Luxemburgo expresa el consentimiento del Estado Venezolano para resolver cualquier controversia de esta naturaleza mediante arbitraje internacional, en particular bajo los auspicios del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (el “CIADI”), consentimiento que Tenaris y Tavsa LLC, también otorgan por la presente para recurrir a arbitraje en el desafortunado evento en que la controversia no puede ser resuelta en modo amigable”⁵⁰.
 86. Hay, pues, perfecta congruencia entre los términos de la oferta de arbitrar y de la aceptación de Tenaris: Venezuela ofertó arbitraje y Tenaris (y Tavsa) “también otorgaron su consentimiento para recurrir a arbitraje”⁵¹.

⁴² Prosperi, párr. 13.; T., pp. 117:18–120:6.

⁴³ Doc. C 149.

⁴⁴ Doc. C 149; Prosperi, párr. 13.

⁴⁵ Prosperi, párr. 15.

⁴⁶ Prosperi, párr. 20.

⁴⁷ Doc. C 149.

⁴⁸ Art. 9.2 *in fine* y Art. 9.3 del APRI Luxemburgo.

⁴⁹ Doc. C 9, p. 5.

⁵⁰ El subrayado es del Tribunal.

⁵¹ El Tribunal está parafraseando.

Reserva de derechos

87. Ahora bien, Venezuela ha reparado en la parte final de la frase que sigue al consentimiento de Tenaris, en la que ésta hace una reserva de derechos:

“En este contexto, Tenaris y Tavsá LLC reservan ya desde ahora su derecho de iniciar un arbitraje cumplido el plazo de negociaciones de seis meses a partir de la fecha de la presente nota o incluso antes en la medida en que la conducta del Gobierno determine que el agotamiento de dicho plazo sea un ritualismo o formalismo privo de cualquier utilidad”⁵².

88. ¿Modifica esta reserva de derecho la conclusión alcanzada *supra* de que el consentimiento estaba perfeccionado?
89. Lo primero que hay que resaltar es que Tenaris nunca hizo uso de ella pues, *de facto*, respetó el período de seis meses de negociación.
90. Pero aun si no lo hubiera respetado, la inclusión de esta reserva no habría supuesto una modificación sustancial de la oferta, pues al incluir la reserva Tenaris simplemente se adhirió a un principio aceptado en el arbitraje de inversión y del que se hace eco el propio APRI Luxemburgo: la negociación debe llevarse a cabo “en la medida de lo posible”⁵³, y cuando todo intento de negociación resulte fútil, no es necesario agotar el trámite⁵⁴. Se añade además, que la República Bolivariana nunca – hasta el comienzo del arbitraje – llamó la atención de Tenaris sobre la discrepancia que ahora alega, lo que confirma que *in tempore insuspecto* Venezuela no apreció ninguna irregularidad en la Notificación Tavsá.

* * *

91. En conclusión, el Tribunal Arbitral rechaza la primera objeción jurisdiccional opuesta frente a Tenaris: a la fecha de la Denuncia, Tenaris había aceptado los términos de la oferta a arbitrar hecha por Venezuela, y había cumplido con el deber de negociar durante al menos seis meses.

1.2 TALTA-COMSIGUA

92. En el caso de Comsigua, Venezuela argumenta que su consentimiento a arbitrar quedó sujeto al cumplimiento de una condición: que Talta, el titular de la inversión, negociara de buena fe durante seis meses. El consentimiento no podría quedar perfeccionado antes de haberse agotado ese plazo⁵⁵.

⁵² El subrayado es del Tribunal.

⁵³ Art. 9.1 APRI Luxemburgo.

⁵⁴ Schreuer I, párr. 63.

⁵⁵ RIV, párr. 191.

93. Talta, por su parte, asevera haber cumplido este requisito, puesto que el APRI Portugal establece que el plazo de seis meses de negociaciones comienza a contar desde la primera negociación, que en este caso ocurrió en 2010⁵⁶.
94. El Tribunal Arbitral da la razón a Talta.
95. El APRI Portugal no requiere una notificación de la disputa y establece con nítida claridad que el plazo de seis meses de negociaciones ha de contar desde que comienzan las negociaciones⁵⁷:
- “Si la diferencia no puede ser resuelta de forma amistosa dentro del plazo de seis (6) meses, contados del inicio de esas consultas, podrá ser sometida, a elección del inversionista: [...]”⁵⁸.
96. Y la cronología de eventos es la siguiente:
- Talta planteó la primera solicitud para llevar a cabo negociaciones el 28 de junio de 2010⁵⁹;
 - Un año y medio después, el 2 de diciembre de 2011, Tenaris y Talta enviaron una notificación al Ministro del Poder Popular de Industrias [“MIBAM”] informando de la existencia de una disputa en los términos de los AAPRI Luxemburgo y Portugal con respecto a su inversión en Comsigua [“**Notificación Comsigua**”]⁶⁰. En esta Notificación Tenaris y Talta reiteraron su voluntad de llegar a un acuerdo amigable para resolver la disputa y expresaron su consentimiento a someter la disputa a arbitraje CIADI, en caso de no llegar a dicho acuerdo amistoso en el tiempo previsto en los AAPRI⁶¹;
 - La Denuncia se produjo el 24 de enero de 2012, con efecto el 24 de julio de 2012.
 - La Solicitud de Arbitraje se presentó el 20 de julio de 2012.
97. Según el APRI Portugal el plazo de seis meses de negociaciones se ha de contar “desde el inicio de esas consultas”. Los hechos no dejan lugar a dudas: cuando Talta envió la Notificación Comsigua, ya había cumplido sobradamente su deber de negociar durante seis meses (y, por entonces, Venezuela aún no había denunciado el Convenio). En consecuencia, Talta perfeccionó válidamente su consentimiento a arbitrar en el momento en que envió su Notificación Comsigua el 2 de diciembre de 2011, con anterioridad a la Denuncia.

* * *

⁵⁶ CV, párr. 125; Schreuer I, párr. 49.

⁵⁷ Art. VIII. 2. APRI Portugal.

⁵⁸ El subrayado es del Tribunal.

⁵⁹ Proserpi, párrs. 18-22; Villarroel II, párr. 8.

⁶⁰ Venezuela recibió dicha Notificación el 5 de diciembre de 2011 y, al igual que la Notificación Tavsá, ésta estaba acompañada de un memorándum detallado de la controversia Notificación de disputa de Tenaris y Talta a Venezuela de 2 de diciembre de 2011. Doc. C 10, Anexo, sección 6(a) y (b).

⁶¹ Notificación Comsigua, Doc. C 10, p. 3.

98. El Tribunal Arbitral podría concluir aquí su análisis, una vez constatado que Talta, que ostenta la titularidad directa de las acciones de Comsigua, dio en tiempo y forma su consentimiento a arbitrar.
99. No obstante, el Tribunal es consciente de que las Demandantes formulan su *petitum* con respecto a Comsigua como una compensación en favor de ambas Demandantes (y no sólo de Talta)⁶², lo que exige que el Tribunal Arbitral también compruebe el consentimiento de Tenaris, como co-demandante.

1.3 TENARIS-COMSIGUA

100. El caso de Tenaris, en su posición de propietaria indirecta de Comsigua, plantea mayor complejidad, porque el APRI Luxemburgo difiere del APRI Portugal (analizado en el apartado precedente).
101. El art. 9 del APRI Luxemburgo dispone lo siguiente⁶³:

“1. Cualquier controversia entre un inversor y la otra Parte Contratante que se refiera a la aplicación del presente Acuerdo, será objeto de una notificación escrita, acompañada de un memorándum suficientemente detallado de la parte del inversor. En la medida de lo posible, las Partes intentarán resolver la controversia amigablemente mediante la negociación, pudiendo recurrir a la experticia de un tercero, mediante la conciliación.

2. A falta de arreglo amigable dentro de los seis meses contados a partir de la fecha de la notificación, la controversia se someterá, a opción del inversor, bien sea a la jurisdicción competente del Estado en el cual se ha efectuado la inversión o bien al arbitraje internacional. Una vez ejercida esta opción, será definitiva”.

102. *Pro memoria*: Tenaris y Talta enviaron la Notificación Comsigua el 2 de diciembre de 2011. El plazo de seis meses empezó a correr (según ordena el APRI Luxemburgo) en el momento de la Notificación Comsigua, y por tanto, expiró el 2 de junio de 2012. Para entonces Venezuela ya había denunciado el Convenio – la Denuncia se produjo el 24 de enero de 2012.
103. Venezuela sostiene que el consentimiento a arbitrar no puede perfeccionarse hasta que no transcurra el período preceptivo de negociaciones y que Tenaris nunca habría llegado a perfeccionar el consentimiento a arbitrar con respecto a su inversión en Comsigua.
104. Por su parte, Tenaris mantiene la opinión contraria, y defiende que el consentimiento se perfeccionó con la Notificación Comsigua y que el plazo de negociación constituye un simple requisito procesal: hasta que no expire, al inversor

⁶² Ver párr. 47 *supra*: Las Demandantes solicitan al Tribunal que “(c) CONDENE a Venezuela a pagarles a las Demandantes la suma de 243,7 millones USD (al 30 de abril de 2008) por las violaciones de los Tratados que cometió, lo que incluye la suma de 213,2 millones USD respecto de la inversión de Tenaris en Tavsá y 30,5 millones USD respecto de la inversión de las Demandantes en Comsigua, o la suma que el Tribunal estime asegurará una reparación íntegra”.

⁶³ El subrayado es del Tribunal.

le está vedado presentar una demanda, pero esta espera no afecta a la perfección del consentimiento prestado con anterioridad.

105. Demandada y Demandantes han aportado dictámenes de los Profs. August Reinisch y Christoph Schreuer, respectivamente, dos expertos en arbitraje de inversión, que han dado su opinión en apoyo de las posturas defendidas por cada Parte, y que serán resumidas a continuación (**A.** y **B.**). Después, el Tribunal Arbitral tomará una decisión (**C.**).

A. Posición de Venezuela

106. La Demandada se ha basado en la opinión del Prof. Reinisch⁶⁴.
107. El experto opina que, una vez denunciado el Convenio, sólo escapan del efecto de la denuncia los derechos y obligaciones que ya hubieran surgido de un consentimiento mutuo a arbitrar ante el CIADI perfeccionado con anterioridad. El perfeccionamiento se produce cuando el inversor acepta la oferta a arbitrar hecha por el Estado⁶⁵. Dado que en este caso la Denuncia se produjo el 24 de enero de 2012, el consentimiento a arbitrar debió haber sido perfeccionado con anterioridad a dicha fecha⁶⁶.
108. El Prof. Reinisch analiza los dos actos en los que Tenaris podría haber manifestado su consentimiento a arbitrar: en la Notificación Comsigua y en la Solicitud de Arbitraje; y concluye que ninguna produjo una perfección del consentimiento.

Notificación Comsigua

109. El Prof. Reinisch reconoce que, como principio general, el inversor puede aceptar la oferta a arbitrar realizada por un Estado en un APRI, en cualquier momento entre su entrada en vigor y su denuncia del Convenio⁶⁷. Y el experto también admite que el APRI Luxemburgo no contiene ninguna estipulación que determine cuándo se ha de entender perfeccionado el consentimiento a arbitrar⁶⁸.
110. No obstante lo anterior, en su opinión, para que una aceptación de la oferta a arbitrar sea válida y produzca el perfeccionamiento, debe cumplir con todos los requisitos estipulados en la propia oferta⁶⁹. Y en este caso, el experto entiende que la oferta estaba condicionada a un requisito: el APRI Luxemburgo exige que se respete un plazo de negociación de seis meses tras la notificación antes de poder optar por el foro arbitral y someter la controversia a arbitraje⁷⁰. El experto opina que si el consentimiento hubiera quedado perfeccionado con la notificación, el inversor se

⁶⁴ Dictamen de 31 de marzo de 2014 [“**Reinisch I**”] y dictamen de 12 de octubre de 2014 [“**Reinisch II**”].

⁶⁵ Reinisch I, párr. 40.

⁶⁶ Reinisch I, párrs. 46 y 47.

⁶⁷ Reinisch II, párr. 75.

⁶⁸ Reinisch II, párr. 48.

⁶⁹ Reinisch II, párr. 75.

⁷⁰ Reinisch I, párr. 55.

habría visto privado de ese derecho a optar por el foro, una vez transcurrida la negociación preceptiva⁷¹.

111. El experto llega a esta conclusión aplicando una interpretación literal del APRI Luxemburgo⁷², de la cual deriva que la aceptación de la oferta a arbitrar está sometida a un proceso que consta de tres pasos sucesivos en el tiempo⁷³:

- Primero, la notificación de la disputa;
- Segundo, la negociación preceptiva durante seis meses;
- Tercero, la opción de someter la controversia a la jurisdicción competente del Estado o a arbitraje internacional.

112. Por ello opina que el consentimiento a arbitrar expresado por Tenaris en la Notificación Comsigua no podría quedar perfeccionado hasta que no hubiera expirado el período de negociación (segundo paso)⁷⁴. Para el experto, el cumplimiento del período de negociación es un verdadero requisito jurisdiccional y no un mero obstáculo procesal que simplemente afectaba a la admisibilidad de la demanda⁷⁵.

113. Dado que en este caso Tenaris dio su consentimiento a arbitrar en la Notificación Comsigua y la perfección de tal consentimiento sólo produciría efectos seis meses después, es decir, el 2 de junio de 2012, Tenaris se vería privada de la protección de CIADI, porque en esa fecha Venezuela ya había denunciado el Convenio⁷⁶.

Solicitud de Arbitraje

114. Tenaris presentó la Solicitud de Arbitraje el 20 de julio de 2012, más de seis meses tras la Denuncia. El perito asevera que si la Solicitud hubiera perfeccionado el consentimiento del inversor, esta perfección se habría producido después de la Denuncia, por lo que no tendría efecto⁷⁷.

B. Posición de Tenaris

115. La Demandante invoca la opinión del Prof. Schreuer⁷⁸.

116. Este experto manifiesta que existe un debate abierto en torno a si el período de negociaciones constituye un requisito jurisdiccional (por afectar al consentimiento) o de procesabilidad (por afectar a la admisibilidad de la demanda)⁷⁹.

⁷¹ Reinisch II, párr. 69.

⁷² Reinisch II, párr. 52.

⁷³ Reinisch II, párr. 55.

⁷⁴ Reinisch I, párr. 55.

⁷⁵ Reinisch I, párr. 58.

⁷⁶ Reinisch I, párr. 61.

⁷⁷ Reinisch I, párrs. 50 y 51.

⁷⁸ Dictamen de 10 de junio de 2014 [“Schreuer I”] y dictamen de 19 de enero de 2015 [“Schreuer II”].

⁷⁹ Schreuer I, párr. 28.

117. A su modo de ver, en este caso la discusión es irrelevante: el debate tiene trascendencia en situaciones en las que el inversor ha ignorado el requisito de la negociación previa y ha comenzado directamente un arbitraje⁸⁰. Aquí, Tenaris sí ha cumplido con el período de negociaciones. Señala el Prof. Schreuer que cuando así ocurre, los tribunales han decidido que es innecesario pronunciarse sobre la naturaleza jurídica del requisito de negociar⁸¹.
118. En todo caso, el Prof. Schreuer opina que, si bien es cierto que a menudo el inversor da su consentimiento a arbitrar en la misma solicitud de arbitraje, esto no significa que el inversor no pueda hacerlo con anterioridad. Si decidiera aceptar la oferta del Estado en un momento anterior, ésa sería la fecha en que se habría perfeccionado el consentimiento⁸². El Prof. Schreuer no está convencido de que el APRI Luxemburgo pretenda a toda costa preservar el derecho del inversor a elegir el foro, ante el que quiera someter su demanda, hasta después de que hayan transcurrido seis meses de negociaciones. Más aún cuando este derecho desaparecería en el momento en que el Estado denunciara el Convenio⁸³.
119. El experto asevera que Venezuela dio su consentimiento a arbitrar en el APRI Luxemburgo y que esta oferta podía ser aceptada por el inversor en cualquier momento⁸⁴; lo único que estaba condicionado al cumplimiento del período de negociaciones era la posibilidad de comenzar un arbitraje⁸⁵ (el tercer paso, en la terminología del Prof. Reinisch⁸⁶), de forma que si las negociaciones resultaban en un acuerdo, se pudiera evitar esa demanda arbitral⁸⁷.
120. En este caso, Tenaris aceptó la oferta de arbitraje al enviar la Notificación Comsigua el 2 de diciembre de 2011, y en ese momento quedó perfeccionado el consentimiento a arbitrar. En consecuencia, para cuando Venezuela denunció el Convenio, el 24 de enero de 2012, ya había un consentimiento perfeccionado. No hay por tanto ningún obstáculo a la jurisdicción del Centro⁸⁸.
121. El Prof. Schreuer añade un argumento final: exigir que el perfeccionamiento se produzca con posterioridad a la notificación de la controversia no haría sino incentivar que los Estados, simplemente denunciando el Convenio, pudieran evitar ser demandados y eludir así las responsabilidades que asumieron al suscribir el APRI⁸⁹.

C. Decisión del Tribunal Arbitral

122. La jurisdicción de este Tribunal Arbitral nace del consentimiento a arbitrar ante el CIADI manifestado tanto por el Estado como por el inversor. Este consentimiento

⁸⁰ Schreuer I, párr. 29.

⁸¹ Schreuer I, párr. 30.

⁸² Schreuer I, párr. 32.

⁸³ Schreuer II, párr. 37.

⁸⁴ Schreuer I, párr. 50.

⁸⁵ Schreuer I, párr. 51.

⁸⁶ Schreuer II, párr. 38.

⁸⁷ Schreuer I, párr. 50.

⁸⁸ Schreuer I, párr. 95.

⁸⁹ Schreuer I, párr. 42.

se formaliza en dos fases: el Estado otorga primero su consentimiento a través de la oferta contenida en el APRI y después es el inversor quien la acepta. Las Partes discuten si el perfeccionamiento del consentimiento a arbitrar entre el Estado venezolano y Tenaris se produjo antes o después de que el Estado denunciara el Convenio.

República Bolivariana

123. El consentimiento de Venezuela consta en el art. 9.2 *in fine* del APRI Luxemburgo:

“A este fin cada una de las Partes Contratantes otorgará su consentimiento irrevocable por adelantado para que sea sometida a arbitraje”.

124. Si bien la palabra “otorgará” pareciera indicar que el consentimiento habría de darse en un momento futuro, las Partes no han cuestionado que Venezuela, al ratificar el APRI Luxemburgo, dio efectivamente su consentimiento⁹⁰; por lo que en la estipulación citada debe entenderse en tiempo presente (“otorga”). Esta conclusión es coherente con la versión del APRI Luxemburgo redactada en francés, que se refiere a “*donne*”⁹¹ (tiempo presente). Para disipar cualquier género de dudas, debe señalarse que la disposición final establece que las negociaciones se llevaron a cabo en francés⁹².

Tenaris

125. En su Notificación Comsigua de 2 de diciembre de 2011 Tenaris aceptó la oferta a arbitrar realizada por el Estado y optó por el foro del CIADI⁹³:

“A este efecto, las Requirientes expresan desde ya su consentimiento para someter la Controversia ante un tribunal de arbitraje internacional del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) conforme a[l] Artículo [...] 9 del Tratado de Luxemburgo...”.

126. *Prima facie* el 2 de diciembre de 2011 quedó perfeccionado el consentimiento a arbitrar: hubo una oferta del Estado, que fue aceptada por el inversor y esta aceptación se produjo antes de la Denuncia.

El art. 9.2 del APRI Luxemburgo

127. El Prof. Reinisch, sin embargo, invoca una posible excepción a esta conclusión preliminar, que fundamenta en la primera frase del art. 9.2 del APRI Luxemburgo:

“2. A falta de arreglo amigable dentro de los seis meses contados a partir de la fecha de la notificación, la controversia se someterá, a opción del inversor,

⁹⁰ CIII, párr. 17; RII, párr. 26.

⁹¹ Art. 9.2 APRI Luxemburgo (versión en francés): “*À cette fin, chacune des Parties contractantes donne son consentement anticipé et irrévocable à ce que tout différend soit soumis à cet arbitrage*”.

⁹² Disposición final del APRI Luxemburgo: “Hecho en Bruselas, el 17 de marzo de 1998 en tres originales, cada uno en idioma español, francés y neerlandés, siendo todos los textos igualmente auténticos. En caso de divergencia se tendrá en cuenta el hecho de que las negociaciones se efectuaron en idioma francés”.

⁹³ El subrayado es del Tribunal.

bien sea a la jurisdicción competente del Estado en el cual se ha efectuado la inversión o bien al arbitraje internacional. ...”.

128. Ambos peritos están de acuerdo en que el art. 9.2 impone un requisito: el inversor debe negociar durante seis meses a partir de la fecha de la notificación, antes de someter la controversia ante el foro de su elección [la “**Condición Previa**”].
129. Los peritos discrepan acerca de en qué momento puede optar el inversor por el foro arbitral y con ello perfeccionar el consentimiento arbitral:
- Según el Prof. Schreuer, el inversor puede optar en cualquier momento, incluso antes de haberse cumplido la Condición Previa, porque la Condición Previa es simplemente un requisito de admisibilidad de la demanda; y aplicado al caso, el Prof. Schreuer opina que la Notificación Comsigua, en la que Tenaris optó por el foro arbitral, constituyó un válido perfeccionamiento del consentimiento arbitral, porque aconteció antes de la Denuncia⁹⁴.
 - El Prof. Reinisch parece reconocer que Tenaris no podía comenzar el arbitraje sin haber tratado de negociar previamente durante seis meses; pero el experto añade⁹⁵ que la Condición Previa también afecta al consentimiento a arbitrar, porque el inversor no puede optar por el foro arbitral hasta que no haya cumplido con la Condición Previa⁹⁶.
130. Se trata aquí de interpretar el art. 9.2 del APRI Luxemburgo. Toda interpretación de un APRI se rige por la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados [“**CVDT**”], cuya relevancia es aceptada por ambas Partes, por representar su contenido una compilación de Derecho internacional consuetudinario⁹⁷; y en concreto, por su art. 31. Éste exige que todo término de un tratado sea interpretado atendiendo a su contexto, objeto y fin, y a la buena fe⁹⁸:

a. Contexto

131. El Tribunal Arbitral debe interpretar el párrafo controvertido del art. 9.2 dentro de su contexto en el APRI.

Los requisitos del art. 9

132. El art. 9 del APRI Luxemburgo establece cuatro requisitos, que un inversor debe cumplir antes de iniciar una demanda:
- Que el inversor notifique la existencia de la controversia por escrito en un memorándum suficientemente detallado:

⁹⁴ Schreuer I, párr. 95.

⁹⁵ Reinisch II, párr. 46.

⁹⁶ Reinisch II, párr. 9.e).

⁹⁷ Reinisch I, párr. 24; M. Villiger, “Commentary on the 1969 Vienna Convention on the Law of Treaties”, (2009) 875; *Tokios Tokelés*, párr. 27; *Noble Venture*, párr. 50; *Mondev*, párr. 43.

⁹⁸ “Un tratado deberá interpretarse de buena fe conforme al sentido corriente que haya de atribuirse a los términos del tratado en el contexto de éstos y teniendo en cuenta su objeto y fin”.

“Cualquier controversia entre un inversor y la otra Parte Contratante que se refiera a la aplicación del presente Acuerdo, será objeto de una notificación escrita, acompañada de un memorándum suficientemente detallado de la parte del inversor”.

- Que las Partes intenten resolver la controversia mediante negociación:

“En la medida de lo posible, las Partes intentarán resolver la controversia amigablemente mediante la negociación, pudiendo recurrir a la experticia de un tercero, mediante la conciliación”.
- Que el inversor opte por uno de los dos foros ofrecidos por el Estado – jurisdicción ordinaria del Estado anfitrión o arbitraje internacional – y que esa opción sea definitiva:

“la controversia se someterá, a opción del inversor, bien sea a la jurisdicción competente del Estado en el cual se ha efectuado la inversión o bien al arbitraje internacional. Una vez ejercida esta opción, será definitiva”.
- Que el inversor no someta la disputa al foro elegido antes de haber transcurridos seis meses de negociaciones, a contar desde la notificación de la disputa:

“A falta de arreglo amigable dentro de los seis meses contados a partir de la fecha de la notificación, la controversia se someterá, a opción del inversor, bien sea a la jurisdicción competente del Estado en el cual se ha efectuado la inversión o bien al arbitraje internacional”.

133. El Prof. Reinisch está en lo cierto cuando asevera que art. 9 APRI Luxemburgo prevé el siguiente *iter*:

- Primero, una notificación de la controversia;
- Segundo, una negociación de al menos seis meses de duración (la “Condición Previa”);
- Tercero, un sometimiento de la controversia a arbitraje, a opción del inversor, cumplida la Condición Previa.

134. Pero también es cierto que el art. 9 del APRI Luxemburgo condensa en apenas tres párrafos, de forma simplista, una realidad que suele ser mucho más compleja. Y en este caso, en efecto, lo fue:

- El Estado no se enteró por primera vez de la controversia cuando recibió la Notificación Comsigua en diciembre de 2011; Venezuela de hecho ya había creado en octubre de 2009 una comisión para negociar la compensación debida a los Demandantes⁹⁹, y las negociaciones se habían extendido durante los dos años previos a la Notificación.

⁹⁹ Doc. R 46.

- En la Notificación Comsigua, el inversor no sólo prestó su consentimiento expreso sino que ya ejerció su opción por el arbitraje CIADI.
 - Después de la Notificación las negociaciones continuaron durante seis meses más¹⁰⁰.
 - Transcurrido ese plazo, el inversor presentó la Solicitud de Arbitraje ante el foro por el que había optado.
135. La realidad no refleja pues el *iter* normal previsto en el art. 9 del APRI de Luxemburgo. En la Notificación Comsigua Tenaris no sólo otorgó su consentimiento, sino que también optó por el foro arbitral; y la duda que surge es si esa opción fue válida, o si, por el contrario, el APRI únicamente permite que el consentimiento se perfeccione y la opción se ejerza una vez cumplida la Condición Previa.

La correcta interpretación del art. 9.2

136. El art. 9.2 del APRI establece que, tras la preceptiva notificación de que ha surgido una disputa, debe mediar un plazo de seis meses antes de que el inversor pueda someter la controversia al foro de su opción (“A falta de arreglo amigable dentro de los seis meses contados a partir de la fecha de notificación, la controversia se someterá a opción del inversor, [a jurisdicción o arbitraje]”). Sin embargo, el APRI no incluye ninguna prohibición que impida que el inversor, en el mismo momento en que notifica la disputa, ya exprese su consentimiento y opte por el arbitraje. Ni tampoco existe indicio alguno de que las negociaciones deban considerarse como una condición suspensiva para la eficacia del consentimiento. Por ello es preferible entender, interpretando el APRI en su contexto, que el inversor está autorizado a hacer en un mismo acto tres declaraciones de voluntad (notificar la disputa, expresar su consentimiento puro y optar por el arbitraje CIADI).
137. Es más; esta interpretación es la única que da pleno sentido a la última frase del art. 9.2: “una vez ejercida esta opción, será definitiva”. La frase parece referirse a un inversor que decide ejercitar anticipadamente la opción, al mismo tiempo que notifica la disputa: solo en este caso de ejercicio anticipado de la opción es necesario que la norma precise que la decisión es irrevocable.

b. Objeto y fin

138. El segundo criterio interpretativo propuesto por el art. 31 CVDT implica que en la labor hermenéutica debe darse prevalencia a aquella interpretación que sea más congruente con el objeto y fin pretendidos por los Estados al aprobar el tratado.
139. El art. 9 busca otorgar a los inversores la opción entre dos foros: la jurisdicción del Estado anfitrión o el arbitraje internacional. La interpretación apoyada por la República Bolivariana implicaría que el inversor sólo podría ejercer esa opción y expresar su consentimiento, tras haber notificado la existencia de una disputa y haber negociado durante un periodo de seis meses – pero no con anticipación. Una

¹⁰⁰ Ver párr. 96 *supra*.

interpretación así dificultaría las negociaciones y fomentaría comportamientos sorpresivos: el Estado desconocería cuál es el foro por el que el inversor se ha decantado hasta la recepción de la demanda. Mientras que la interpretación contraria cumple la finalidad de avisar al Estado del foro escogido y de encauzar las posteriores negociaciones.

c. Buena fe

140. El tercer criterio interpretativo da prevalencia a aquella construcción del tratado que mejor se acomode a las exigencias de la buena fe.
141. La interpretación favorecida por Venezuela pospondría el perfeccionamiento del consentimiento e incentivaría un comportamiento desleal de los Estados: permitiría que éstos, notificados de una controversia, y a sabiendas de que el inversor pretende someter la disputa a arbitraje CIADI, decidieran denunciar el Convenio, a los solos efectos de escapar de su compromiso.
142. Este último criterio hermenéutico también favorece la interpretación del tratado defendida por las Demandantes.

* * *

143. En conclusión: al promulgar el APRI Luxemburgo, la República Bolivariana expresó su “consentimiento irrevocable por adelantado” para someter disputas con inversores protegidos a arbitraje internacional (incluyendo arbitraje CIADI), siempre que éstos aceptaran la oferta y optaran por este procedimiento. De surgir una disputa entre un inversor y Venezuela, el art. 9 del APRI Luxemburgo (correctamente interpretado) permite al inversor manifestar anticipadamente su consentimiento y, simultáneamente, declarar su opción por el arbitraje CIADI.
144. El 2 de diciembre de 2011 Tenaris envió a Venezuela la Notificación Comsigua informando de la existencia de una disputa, declarando su consentimiento a arbitrar la disputa y optando por el procedimiento CIADI. Este proceder se ajustó al art. 9 del APRI Luxemburgo y perfeccionó la voluntad de las partes de resolver la disputa a través de un arbitraje CIADI. Y al ser la Notificación anterior a la Denuncia, que ocurrió el 24 de enero de 2012, el consentimiento quedó válidamente trabado antes de que Venezuela decidiera retirarse del Tratado. Posteriormente a la Notificación, Tenaris dio cumplimiento a su obligación de entablar negociaciones durante al menos seis meses y presentó su Solicitud de Arbitraje una vez concluido este período.

D. Coda

145. Los expertos de ambas Partes han citado numerosas decisiones que analizan los requisitos previos que un inversor debe cumplir antes de iniciar un arbitraje. La cuestión debatida en ellas es si su cumplimiento se configura como una obligación fundamental, cuyo incumplimiento comporta la falta de jurisdicción del tribunal, o

si por el contrario se trata de un mero requisito procesal que el inversor puede obviar¹⁰¹.

146. Las decisiones aportadas en realidad son irrelevantes porque no tratan lo que resulta fundamental en esta *litis*: qué efecto tiene la denuncia sobrevenida del Convenio durante el período de negociación, cuando el inversor, al notificar la disputa, ya había prestado su consentimiento y ejercido la opción y, posteriormente, respeta el período de negociación imperativo y espera a su expiración antes de comenzar el arbitraje.
147. No obstante lo anterior, en aras de la exhaustividad, el Tribunal Arbitral analizará los principales casos invocados por la Demandada, que supuestamente apoyarían su postura de que el consentimiento del Estado a arbitrar está sujeto al cumplimiento del período de negociación establecido en el tratado¹⁰²:
148. (i) La Demandada invoca dos decisiones (*Kılıç y Dede*), que aseveran que la oferta a arbitrar del Estado está condicionada. En realidad ambas se refieren a la exigencia de que, previamente a demandar en arbitraje, el inversor haya agotado la jurisdicción ordinaria¹⁰³; esta conclusión no se puede extender al requisito de negociación previa, pues ambos presentan significativas diferencias: la jurisdicción ordinaria es un foro alternativo y excluyente del arbitraje, y resulta comprensible que un Estado quiera asegurarse de que sus órganos de justicia hayan tenido la oportunidad de solventar la disputa, antes de dar su consentimiento a un arbitraje internacional.
149. (ii) Los otros dos casos invocados, que sí tratan la exigencia de una negociación previa (*Murphy y Burlington*), sólo mencionan que este requisito no es una regla procesal que pueda ser obviada por el inversor, sino que se trata de un requisito fundamental que el demandante debe cumplir antes de poder someter la solicitud de arbitraje ante el CIADI¹⁰⁴; ambas decisiones carecen de toda relevancia para este caso, en que el inversor sí cumplió con los seis meses de negociación previa antes de comenzar el arbitraje.
150. (iii) Venezuela finalmente invoca un caso (*Tulip*) que concluye que la negociación previa constituye un elemento esencial del consentimiento del Estado demandado

¹⁰¹ Por todos, *Murphy*, párr. 149.

¹⁰² Reinisch I, párrs. 56 *et seq.*

¹⁰³ *Kılıç*, párr. 6.1.4. *Dede*, párrs. 176, 188.

¹⁰⁴ *Murphy*, párr. 149: “*This Tribunal finds the requirement that the parties should seek to resolve their dispute through consultation and negotiation for a six-month period does not constitute, as Claimant and some arbitral tribunals have stated, “a procedural rule” or a “directory and procedural” rule which can or cannot be satisfied by the concerned party. To the contrary, it constitutes a fundamental requirement that Claimant must comply with, compulsorily, before submitting a request for arbitration under the ICSID rules*”. *Burlington*, párr. 49: “*... the requirement that the parties should seek for a six-month period does not constitute, as Claimant and some arbitral tribunals have stated, ‘a procedural rule’ or a ‘directory and procedural’ rule which can or cannot be satisfied by the concerned party. To the contrary, it constitutes a fundamental requirement that Claimant must comply with, compulsorily, before submitting a request for arbitration under the ICSID rules*”.

en arbitraje y que el cumplimiento del plazo de negociación constituye “una pre-condición a la jurisdicción” del tribunal¹⁰⁵.

151. Aun asumiendo que la interpretación de *Tulip* fuera la correcta, ésta llevaría a la conclusión de que la República Bolivariana únicamente habría aceptado someter las disputas a arbitraje bajo la condición suspensiva de que el inversor, tras la notificación de la disputa, hubiera negociado durante un periodo de seis meses. Pero lo que la decisión *Tulip* no trata es si, en el caso de que la condición suspensiva se cumpla (como ocurrió aquí, pues el inversor interpuso la demanda arbitral una vez transcurrido el período de negociación), ese cumplimiento tendría efectos *ex tunc*, y por tanto los efectos del consentimiento del Estado deberían entenderse retrotraídos a la fecha de su otorgamiento original. No habiendo abordado *Tulip* esta cuestión, no resulta relevante para el presente caso.

¹⁰⁵ *Tulip*, párr. 72: “a pre-condition to the jurisdiction of this Tribunal”.

2. AUSENCIA DE SEDE EFECTIVA

152. Para que una persona jurídica pueda ser calificada como inversor, los AAPRI imponen ciertos requisitos en cuanto a la localización de su sede. Venezuela formula su segunda objeción jurisdiccional alegando que ni Tenaris ni Talta cumplen con esos requisitos.

153. La cuestión que se plantea es si los AAPRI se contentan con que el inversor tenga su “**Sede Estatutaria**” (en el sentido de que sus estatutos simplemente mencionen que el domicilio de la sociedad está en Luxemburgo o Portugal), o si también exigen que tengan allí su “**Sede Efectiva**” (es decir, que sus órganos sociales *de facto* realicen la gestión de la actividad corporativa desde el territorio de Luxemburgo o Portugal):

- La Demandada entiende que los AAPRI exigen una Sede Efectiva, y alega que ambas sociedades la tienen en Argentina;
- Mientras que las Demandantes defienden que su Sede Efectiva coincide con su Sede Estatutaria y en todo caso se localiza en Luxemburgo y en Portugal.

154. El art. 1.b) del APRI Luxemburgo establece que¹⁰⁶:

“El término “inversores” designa:

[...] b) las sociedades, es decir toda persona jurídica constituida de conformidad con la legislación de la República de Venezuela, del Reino de Bélgica o del Gran Ducado de Luxemburgo y que tenga su sede social en el territorio de la República de Venezuela, del Reino de Bélgica o del Gran Ducado de Luxemburgo respectivamente ...”

155. El caso del APRI Portugal es similar. El art. I.1.b) reza así¹⁰⁷:

“El término ‘inversionista’ designa:

[...] b) Las personas jurídica, incluyendo a las sociedades comerciales y otras sociedades o asociaciones, que tengan sede en una de las Partes Contratantes y estén constituidas y funcionen de acuerdo a la Ley de esa Parte Contratante”.

2.1 POSICIÓN DE LAS PARTES

156. Las partes han presentado informes de expertos tanto en Derecho luxemburgués, como en Derecho portugués, sobre la cuestión de la sede:

- En Derecho luxemburgués Tenaris ha aportado un dictamen del Prof. André Prüm de la Universidad de Luxemburgo¹⁰⁸, y la República Bolivariana ha

¹⁰⁶ El subrayado es del Tribunal.

¹⁰⁷ El subrayado es del Tribunal.

¹⁰⁸ Dictamen de 23 de enero de 2015 [“Prüm”], párr. 1.

solicitado al Prof. Alain Steichen, también de la Universidad de Luxemburgo, que prepare dos dictámenes¹⁰⁹;

- En Derecho portugués, el perito de las Demandantes ha sido el Prof. Dário Moura Vicente de la Universidad de Lisboa¹¹⁰ y por el lado de la Demandada, ésta ha presentado dos dictámenes de los Profs. Pedro Maia y Tiago Duarte, de las Universidades de Coimbra y Nueva Universidad de Lisboa, respectivamente¹¹¹.

Posición de Venezuela

157. Según Venezuela y la opinión de su experto, el término “sede social” o “*siège social*” en francés, debería ser interpretado de conformidad con el Derecho nacional. Según el Derecho luxemburgués, la sede social debe ser una Sede Efectiva (o real)¹¹² y corresponderse con la administración central de la compañía¹¹³. Y de acuerdo con el Derecho portugués, “*sede*” se corresponde con la Sede Efectiva, que es el lugar donde esté ubicado el “cerebro” de la compañía¹¹⁴.
158. La Demandada sostiene que Tenaris no ha logrado probar que en la fecha en la que surgió la disputa – noviembre de 2009 – tuviera su Sede Efectiva en Luxemburgo¹¹⁵, lo que la descalificaría como inversor protegido por el APRI Luxemburgo; y que Talta tampoco ha probado que tuviera en Portugal su Sede Efectiva¹¹⁶, luego no sería un inversor protegido al amparo del APRI Portugal¹¹⁷.
159. En opinión de Venezuela, la Sede Efectiva o real de Tenaris está en Argentina¹¹⁸:
- Una búsqueda rápida en internet revela que Tenaris es la empresa *holding* del grupo ítalo-argentino Techint, dirigido desde Argentina¹¹⁹;
 - Varios de los directores de Tenaris residen en Argentina, por lo que resulta imposible que se tomen decisiones efectivas de accionistas y del consejo directivo desde Luxemburgo¹²⁰;

¹⁰⁹ Dictamen de 17 de octubre de 2014 [“**Steichen I**”] y dictamen de 13 de abril de 2015 [“**Steichen II**”].

¹¹⁰ Dictamen de 27 de enero de 2015 [“**Moura Vicente**”], párr. 3.

¹¹¹ Dictamen de 17 de octubre de 2014 [“**Maia/Duarte I**”] y dictamen de 13 de abril de 2015 [“**Maia/Duarte II**”].

¹¹² RV, párr. 56; T., p. 1275:3–9.

¹¹³ RIV, párr. 196. RII, párr. 227.

¹¹⁴ RIV, párr. 196; RII, párr. 225.

¹¹⁵ RV, párr. 62.

¹¹⁶ RV, párr. 81.

¹¹⁷ RV, párrs. 77 *et seq.*

¹¹⁸ RI, párr. 39; RIV, párrs. 231-234; RV, párrs. 93 *et seq.*; T., pp. 131–133. RV, párr. 93.

¹¹⁹ RI, p. 38.

¹²⁰ RV, párr. 94; Doc. R 113.

- La República Argentina abogó por los intereses de Tenaris en un caso *antidumping* ante la OMC¹²¹.
160. En Argentina estaría también la Sede Efectiva de Talta, pues es allí donde residen varios de sus directivos¹²².

Posición de las Demandantes

161. El argumento de Venezuela de que el término “*siège social*” o “*sede*” debe interpretarse de conformidad con el Derecho nacional, carece en opinión de las Demandantes, de todo sentido. Dado que los términos están contenidos en AAPRI, deben interpretarse de conformidad con el Derecho internacional y con las reglas contenidas en la CVDT¹²³. Y esta interpretación conduce a que el “*siège social*” y “*sede*” sean sinónimas de “Sede Estatutaria” o “*registered office*”¹²⁴. De acuerdo con las escrituras constitutivas de Tenaris y de Talta, esta sede se sitúa en la ciudad de Luxemburgo¹²⁵ y en Funchal¹²⁶, respectivamente.
162. Pero, aun aceptando que el requisito de la sede se debiera interpretar de acuerdo con los Derechos nacionales, la respuesta sería la misma:
163. (i) En Derecho luxemburgués, “*siège social*” equivale a la sede real, que se presume *iuris tantum* coincidente con la oficina que conste en el registro, o Sede Estatutaria¹²⁷. Así las cosas, corresponde a Venezuela destruir esta presunción y probar que la sede efectiva de Tenaris se sitúa en otro lugar – algo que no ha logrado o porque la Sede Efectiva o real de Tenaris está en Luxemburgo:
- La única oficina en el mundo que tiene Tenaris consiste en un piso con una superficie de 905 m² situado en el número 29 de Avenue de la Porte-Neuve en Luxemburgo¹²⁸, como consta en el sitio web oficial de Tenaris¹²⁹;

¹²¹ La Demandada explica que para que el Estado argentino decida hacer suya la reclamación y acudir a la OMC, debe existir un vínculo de nacionalidad entre el particular y el Estado, RIV, párrs. 231-234.

¹²² RV, párr. 94; Doc. R 113.

¹²³ T., p. 141:11–12; CIV, párrs. 129, 155; CV, párr. 148. RV, párrs. 164-168.

¹²⁴ T., p. 141:13–15, CIV, párrs. 136, 152-154; CV, párr. 147.

¹²⁵ Contrato constitutivo de Tenaris S.A. de 2 de mayo de 2012, Doc. C 197, pp. 2-1.

¹²⁶ CIV, párr. 187.

¹²⁷ Ley de Sociedades de Luxemburgo, Doc. AP-6, art. 2(3); CIV, párrs. 165-166; Prüm, párrs. 35-41; T., p. 1358:1-4.

¹²⁸ El fragmento del Registro de Comercio de Luxemburgo correspondiente a Tenaris emplea las mismas palabras que el APRI Luxemburgo y dice que su “*siège social*” se sitúa en el número 29 de Avenue de la Porte-Neuve en Luxemburgo. H 1, diapositiva 114; CV, párr. 150; Contrato de arrendamiento comercial entre Continental Real Estate Company y Ternium Investments S.à.r.l. de 1 de octubre de 2010, Doc. R 61, p. 2; Contrato de subarrendamiento entre Ternium Investments Sàrl y Tenaris Investments Sàrl de 6 de diciembre de 2010, Doc. R 62, pp. 3, 8. Antes de 2011, Tenaris alquilaba un espacio de oficinas en su anterior “*siège social*” en Luxemburgo, en Avenue John F. Kennedy; Contrato de arrendamiento y servicios entre ATEAC Luxemburgo y Tenaris de 29 de septiembre de 2004, Doc. C 159.

¹²⁹ Sitio web de Tenaris, Doc. C 209; carta de Tenaris a la SEC de 1 de octubre de 2010, CRED-61; poder conferido por Tenaris de 8 de agosto de 2010, Doc. C 121; Formulario 20-F de Tenaris correspondiente al año 2012, Doc. C 200.

- Las asambleas de accionistas y reuniones de la junta directiva de Tenaris se celebran en la oficina de Luxemburgo¹³⁰ y la contabilidad de Tenaris la audita PWC en Luxemburgo¹³¹.
164. (ii) En Derecho portugués, la sede significa “*Sede Efectiva*”, que será la Sede Estatutaria, salvo que se demuestre lo contrario¹³². Venezuela no ha demostrado que Talta tenga su Sede Efectiva fuera de Portugal, porque de hecho todos los factores relevantes para determinar la Sede Efectiva apuntan a Portugal¹³³:
- Sus órganos de administración se reúnen en Portugal;
 - La administración ordinaria se realiza en Portugal;
 - En los datos de contacto facilitados por Talta a terceros figura Portugal;
 - Los libros societarios de Talta se depositan en Portugal.

2.2 DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

165. Para que un tribunal CIADI tenga jurisdicción *ratione personae* es necesario que cumpla cumulativamente los requisitos del art. 25 del Convenio y los del respectivo APRI. Como dijo el tribunal en *Phoenix*¹³⁴:

“At the outset, it should be noted that BITs, which are bilateral arrangements between two States parties, cannot contradict the definition of the ICSID Convention. In other words, they can confirm the ICSID notion or restrict it, but they cannot expand it in order to have access to ICSID. A definition included in a BIT being based on a test agreed between two States cannot set aside the definition of the ICSID Convention, which is a multilateral agreement. As long as it fits within the ICSID notion, the BIT definition is acceptable, it is not if it falls outside of such definition”.

Convenio CIADI

166. El art. 25 del Convenio CIADI regula la jurisdicción del Centro y ordena:

“(1) La jurisdicción del Centro se extenderá a las diferencias de naturaleza jurídica que surjan directamente de una inversión entre un Estado Contratantes [...] y el nacional de otro estado Contratante [...]

(2) Se entenderá como “nacional de otro Estado Contratante”

[...]

¹³⁰ Actas de Reunión Ordinaria del Directorio de Tenaris S.A., Doc. C 193; Acta de Asamblea Anual de Tenaris SA, Doc. C 196; T., pp. 503:14–504:15 y 218:13–19; Doc. C 208, T., pp. 2150:18–2150:20; 2152–2153 y 2054:1–2054:20.

¹³¹ Fragmento del Registro de Comercio y Sociedades de Luxemburgo correspondiente a Tenaris de 23 de mayo de 2012, Doc. C 6, p. 5; Acta de Asamblea Anual de Tenaris SA, Doc. C 196, pp. 6-7.

¹³² Decisión de la Corte de Apelaciones de Porto de 25 de marzo de 2010, DMV-22.

¹³³ CIV, párrs. 189 y 191; RV, párrs. 161-163; CV, p. 379.

¹³⁴ *Phoenix*, párr. 96.

(b) toda persona jurídica que, en la fecha en la que las partes prestaron su consentimiento a la jurisdicción del Centro para la diferencia en cuestión, tenga nacionalidad de un Estado Contratante distinto del Estado parte en la diferencia [...].

167. La norma fundamenta pues la jurisdicción de los tribunales CIADI en el criterio de la nacionalidad: cuando el inversor demandante es una persona jurídica, como ocurre en el presente caso, debe tener una nacionalidad diferente de la del Estado demandado¹³⁵. Los Estados tienen libertad para añadir requisitos adicionales (pero no para rebajar la exigencia). El Convenio utiliza pues el concepto de nacionalidad como factor atributivo de jurisdicción.
168. En el presente caso, ninguna de las Partes ha puesto en duda que Tenaris y Talta ostentan una nacionalidad diferente de la Demandada y que por lo tanto el art. 25 del Convenio está cumplido.

Los AAPRI

169. Los AAPRI incluyen sendas reglas, relevantes para establecer la jurisdicción *ratione personae* del Tribunal:

170. El art. 1.b) del APRI Luxemburgo establece que:

“El término ‘inversores’ designa:

[...]

b) las sociedades, es decir toda persona jurídica constituida de conformidad con la legislación de la República de Venezuela, del Reino de Bélgica o del Gran Ducado de Luxemburgo y que tenga su sede social en el territorio de la República de Venezuela, del Reino de Bélgica o del Gran Ducado de Luxemburgo respectivamente ...”

171. Y el art. I.1.b) del APRI Portugal corrobora:

“El término ‘inversionista’ designa:

[...]

b) Las personas jurídica, incluyendo a las sociedades comerciales y otras sociedades o asociaciones, que tengan sede en una de las Partes Contratantes y estén constituidas y funcionen de acuerdo a la Ley de esa Parte Contratante”.

172. Las Partes discuten si los AAPRI se contentan con exigir que las sociedades inversoras tengan su Sede Estatutaria en Luxemburgo o Portugal (un requisito legal: la simple mención en los estatutos de que el domicilio está en ese país, y que a todas luces se cumple), o si exigen que tengan allí su Sede Efectiva (un requisito fáctico:

¹³⁵ Con la excepción, recogida en el Art. 25 (2) (b) *in fine* de que las partes contratantes extiendan la jurisdicción a personas jurídicas “sometidas a control extranjero”.

los órganos sociales deben gestionar la actividad corporativa desde el territorio de Luxemburgo o Portugal):

- La Demandada entiende que los AAPRI exigen una Sede Efectiva, y alega que ambas sociedades la tienen en Argentina (y no en Luxemburgo o Portugal)¹³⁶;
- Mientras que las Demandantes defienden que su Sede Efectiva coincide con su Sede Estatutaria y en todo caso se localiza en Luxemburgo y en Portugal¹³⁷.

173. En el ámbito teórico, el Tribunal se posicionará con la República Bolivariana: llegará a la conclusión que los AAPRI exigen que la Sede Efectiva (y no sólo la Estatutaria) de las compañías esté localizada en Luxemburgo o en Portugal (**A.**).

174. Sentada esta conclusión de naturaleza teórica, el Tribunal a continuación analizará y valorará la prueba aportada por las Partes, y se decantará por la posición de las Demandantes: Tenaris y Talta efectivamente tienen sus respectivas Sedes Efectivas en Luxemburgo y en Portugal, tal como la normativa exige (**B.-E.**).

A. Los AAPRI exigen Sede Efectiva

175. Los AAPRI usan un vocabulario diferente al adoptado por el art. 25 del Convenio: en vez de referirse a diferentes nacionalidades, se centran en el cumplimiento cumulativo de dos requisitos:

- El APRI Luxemburgo exige que la demandante persona jurídica esté “constituida de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo” y que “tenga su sede social en el territorio del Gran Ducado de Luxemburgo”; mientras que
- El APRI Portugal requiere (en términos prácticamente idénticos) que la demandante esté “constituida y funcione de acuerdo a la Ley” de Portugal y que “tenga sede” en Portugal.

El requisito de constitución

176. El primer requisito consiste pues en que las sociedades demandantes “estén constituidas” de acuerdo con la legislación municipal¹³⁸.

177. Ninguna de las Partes ha puesto en duda que Tenaris esté constituida de acuerdo con la legislación luxemburguesa, y Talta con la portuguesa. El requisito se da por cumplido.

¹³⁶ RIV, párrs. 231, 234.

¹³⁷ CIV, párrs. 126 *et seq.*

¹³⁸ El APRI Portugal añade “y funcionen”, pero esta precisión adicional es redundante, pues el funcionamiento de las sociedades se rige por el mismo sistema jurídico que su constitución.

El requisito de sede

178. Ahora bien, los AAPRI no sólo exigen que las Demandantes estén constituidas de acuerdo con el Derecho municipal; añaden *expressis verbis* un segundo requisito: que la “sede” de la persona jurídica se halle en Portugal o Luxemburgo.
179. Los estatutos de Tenaris establecen que la “sede social” de la sociedad está situada en Luxemburgo y los de Talta que lo está en Funchal. Los respectivos artículos de sus estatutos dicen lo siguiente:

*“Le siège social est établi à Luxembourg-Ville”*¹³⁹.

*“A sociedade tem a sede social na Rua da Alfândega, número setenta e quarto – setenta e seis, segundo andar, sala H, freguesia da Sé, concelho do Funchal”*¹⁴⁰.

180. Ahora bien: los AAPRI exigen que la “sede” se encuentre en Portugal o Luxemburgo, lo cual hace surgir la duda de si el Tratado se está refiriendo a la Sede Estatutaria o la Sede Efectiva (**b.**). Pero antes de abordar esta cuestión, es necesario depurar los conceptos de “sede”, de “Sede Estatutaria” y de “Sede Efectiva” en Derecho internacional (**a.**).

a. “Sede”, “Sede Estatutaria” y “Sede Efectiva” en Derecho internacional

181. El Derecho internacional carece de un concepto propio de “sede” y menos aun de “Sede Estatutaria” o de “Sede Efectiva”. Esta terminología fue desarrollada en el seno de los diferentes sistemas de Derecho municipal, y únicamente con posterioridad fue trasladada al ámbito del Derecho internacional. Por ello, para dar contenido al término se debe acudir a las reglas aceptadas de forma generalizada por los diferentes sistemas legales municipales (para usar las palabras del Tribunal Internacional de Justicia en *Barcelona Traction*¹⁴¹) o a los principios “generales comunes a las naciones civilizadas” (que el art. 38 del Estatuto del Tribunal Internacional de Justicia considera como fuentes del Derecho internacional).
182. En opinión del Tribunal, estas reglas no son demasiado amplias y se concretan
- en el reconocimiento de que efectivamente existe una diferencia entre Sede Estatutaria y Sede Efectiva; los ordenamientos municipales en general diferencian entre ambos conceptos, aunque no siempre inducen las mismas consecuencias jurídicas de la existencia en su territorio de uno u otro tipo de Sede;

¹³⁹ Doc. C 197.

¹⁴⁰ Doc. C 186.

¹⁴¹ *Barcelona Traction*, párr. 50: “It is to rules generally accepted by municipal legal systems which recognize the limited company whose capital is represented by shares, and not to the municipal law of a particular State, that international law refers.”

- en el principio de que al constituirse una sociedad sólo se conoce su Sede Estatutaria, que será la que figura en sus estatutos (pues la compañía aun no habrá comenzado a desarrollar una actividad desde su Sede Efectiva), y
- en la conclusión de que la Sede Efectiva coincide con el lugar donde en términos fácticos se realiza la administración de la compañía¹⁴².

b. La correcta interpretación de los AAPRI

183. Los AAPRI se refieren a “sede”, sin concretar si se refieren a la Sede Estatutaria o a la Sede Efectiva del inversor.

184. La práctica en esta materia de los tratados internacionales de inversión es variada. Ciertos tratados únicamente exigen que la sociedad que pretenda beneficiarse de la protección esté constituida de acuerdo con el ordenamiento del Estado de origen¹⁴³. Otros tratados, por el contrario, establecen requisitos adicionales. Un caso extremo es por ejemplo el Art. 1 (1) (b) del Tratado entre Suiza y la República Eslovaca¹⁴⁴, que añade una doble exigencia:

“legal entities [...] which are constituted or otherwise duly organized under the law of that Contracting Party and have their seat, together with real economic activities, in the territory of that same Contracting Party”.

185. Los AAPRI entre la República Bolivariana y respectivamente Luxemburgo y Portugal adoptan una postura intermedia: no se limitan a exigir que las sociedades se hayan constituido de acuerdo con el Derecho municipal, sino que también requieren que las sociedades tengan sus “sedes” en dicho Estado. ¿Cómo se ha de interpretar el concepto de “sede”?

186. Los AAPRI son tratados internacionales y deben ser interpretados según las reglas del Derecho internacional. Además los AAPRI carecen de reenvío para los conceptos de “sede” y “sede social” (a diferencia de lo que ocurre para el requisito de constitución), reforzándose la conclusión de que los criterios interpretativos deben ser los del Derecho internacional.

187. El art. 31 de la CVDT ordena que un tratado

“deberá interpretarse de buena fe conforme al sentido corriente que haya de atribuirse a los términos del tratado en el contexto de estos y teniendo en cuenta su objeto y fin”.

¹⁴² UNCTAD Series on issues in International Investment agreements, UNCTAD/ITE/IIT/11 (Vol. II), 1999, RLA 5 p. 39: *“The seat of a company may not be as easy to determine as the country of organization, but it does reflect a more significant economic relationship between the company and the country of nationality. Generally speaking, “seat of a company” connotes the place where effective management takes place.”*

¹⁴³ Por ejemplo, los AAPRI firmados por la República Bolivariana de Venezuela con el Reino Unido de 1 de agosto de 1996 (art. 1(d)); con Canadá de 1 de julio de 1996 (art. 1(g)), con Italia de junio de 1990 (art. 1(2)(b)), entre otros.

¹⁴⁴ Y que sirvió de base al caso *Alps Finance*, citado por las partes.

188. La CVDT establece tres criterios interpretativos:

- El sentido corriente de los términos: el primer criterio interpretativo enunciado por el precepto es de poca utilidad en esta tarea, puesto que el concepto “sede” tiene varios sentidos corrientes, entre los que están precisamente el de Sede Estatutaria y Sede Efectiva.
- El contexto: el requisito de “sede” viene precedido de un requisito anterior, que es el de “constitución”; así la sociedad que pretenda obtener amparo en el APRI no sólo debe estar constituida de acuerdo con el Derecho municipal en cuestión, sino también tener su sede en ese Estado. El requisito de la “sede” deberá ser interpretado teniendo en cuenta que se erige como un requisito adicional al de “constitución”.
- El objeto y fin: este principio guarda estrecha relación con el efecto útil¹⁴⁵, el principio hermenéutico que reclama se dé prevalencia a aquella interpretación que otorgue significado a cada una de las palabras utilizadas por el tratado, frente a cualquier otra que deje a alguna huérfana de aplicación¹⁴⁶.

189. Aplicando los dos últimos principios hermenéuticos, y a la luz de las reglas de Derecho internacional relativas al concepto de sede, expuestas anteriormente, se impone la conclusión que el concepto de “sede” usado en los AAPRI no se puede referir simplemente a Sede Estatutaria, en un sentido formal, sino que se tiene que referir a la Sede Efectiva, al lugar donde la compañía realmente centralice su actividad social. De no adoptarse esta interpretación, la exigencia de los AAPRI, requiriendo una “sede” adicionalmente al requisito de “constitución”, devendría superflua: toda compañía constituida en Luxemburgo o en Portugal, por exigencia legal, debe declarar en sus estatutos que su Sede Estatutaria se halla en la jurisdicción respectiva. La expresión “sede” sólo alcanza un sentido propio si se entiende que los AAPRI se están refiriendo a la Sede Efectiva de la sociedad inversora.

* * *

190. En resumen, el Tribunal concluye que, con independencia de la terminología utilizada y de las imperfecciones en la traducción de los conceptos, las referencias a “sede” (o “*siège social*”) contenidas en los AAPRI deben entenderse a las Sedes Efectivas de las sociedades inversoras, los lugares donde *de facto* se gestiona la actividad social.

¹⁴⁵ Que exige que los Tratados se interpreten “*so as to give them their fullest weight and effect consistent with the normal sense of the words and with other parts of the text and in such a way that a reason and a meaning can be attributed to every part of the text*”. Gardiner: *Treaty Interpretation*, Oxford University 2008, p. 149.

¹⁴⁶ Cassese, A.: *International Law*, Oxford University 2002, p. 143.

B. Factores para determinar la Sede Efectiva

191. Sentada la conclusión de que los AAPRI, cuando se refieren a “sede” lo están haciendo a la Sede Efectiva, queda por resolver la *quaestio vexata*: ¿qué se debe entender por Sede Efectiva?
192. Como ya se ha dicho, el Derecho internacional carece de un concepto propio de “Sede Efectiva”. Para dar contenido al término, no se deberá acudir al Derecho municipal de una determinada jurisdicción, sino a las reglas aceptadas de forma generalizada por los diferentes sistemas legales municipales¹⁴⁷. En esta labor, el Tribunal deberá dar especial relevancia a los sistemas legales municipales que muestran una más estrecha relación con la *litis* – el luxemburgués y el portugués.
193. Los peritos en Derecho luxemburgués y portugués presentados por ambas Partes están de acuerdo en que en ambos ordenamientos jurídicos son tres los factores que condicionan la Sede Efectiva de una sociedad¹⁴⁸:
- El lugar donde se llevan a cabo las juntas de accionistas y las juntas del consejo de administración¹⁴⁹; siendo relevante el lugar de celebración;
 - El lugar donde se desarrollan las labores de administración, el lugar desde el cual la sociedad toma contacto con sus clientes¹⁵⁰, donde firma sus principales contratos y donde se realizan las actividades financieras;
 - El lugar donde se conserven y depositen los libros de la empresa;
194. A continuación el Tribunal Arbitral analizará la prueba aportada por cada Parte para demostrar la localización de la Sede Efectiva de cada Demandante.

C. Prueba aportada por las Demandantes

195. Las Demandantes han aportado la siguiente prueba, para demostrar que la Sede Efectiva de Tenaris y de Talta se encuentran en Luxemburgo y en Portugal, respectivamente:

a. Reunión de los órganos de gobierno

196. De acuerdo con los estatutos de Tenaris, la junta general de accionistas debe celebrarse en Luxemburgo¹⁵¹. Consta que en el momento en que Tenaris consintió al arbitraje, en 2009, y en el de la presentación de la Solicitud de Arbitraje, en 2012, Tenaris celebraba su junta general de accionistas en Luxemburgo, coincidiendo con su sede registral; y también celebró allí todas las juntas del período intermedio¹⁵².

¹⁴⁷ Ver párr. 181 *supra*.

¹⁴⁸ Steichen I, párr. 21; Prüm, párr. 44.

¹⁴⁹ Moura Vicente, párr. 21.

¹⁵⁰ Maia/Duarte I, párr. 121.

¹⁵¹ Doc. C 197, art. 15.

¹⁵² CVI, Anexo D.

197. En cuanto a Talta, ésta ha entregado actas y extractos de decisiones adoptadas en las reuniones de su socia única (Tenaris), todas ellas celebradas en su sede estatutaria en Madeira¹⁵³.
198. En lo que respecta a las reuniones del consejo de administración, entre 2009 y 2012, Tenaris ha probado que:
- Celebró 22¹⁵⁴ por vía telefónica, algo permitido en Derecho luxemburgués y de acuerdo con éste se entienden realizadas en la sede estatutaria, Luxemburgo¹⁵⁵;
 - Celebró 14¹⁵⁶ físicamente, de las cuales ocho fueron en Luxemburgo y el resto en México, Argentina, EE.UU. o Italia – que eran, según explican las Demandantes, los países donde cotizaban las acciones de Tenaris, y donde estaba concentrada la mayor parte de la actividad de sus filiales¹⁵⁷.
199. Talta también ha presentado las actas de las reuniones de su *Conselho de Gerência*, que se celebraron siempre en Madeira¹⁵⁸.

b. Lugar de gestión comercial

200. Según los contratos de arrendamiento, entre 2004 y 2011 Tenaris arrendó una oficina en un *business centre* en la Avenue John F. Kennedy, Luxemburgo¹⁵⁹, y desde entonces alquila (y comparte con otras cuatro filiales) una oficina de 905 m² en la Avenue de la Porte Neuve, de la ciudad de Luxemburgo, por la que paga un alquiler que asciende a cerca de 34.000 EUR¹⁶⁰. Tenaris declara no tener otra oficina en el mundo, excepto la de Luxemburgo¹⁶¹.
201. Talta también ha demostrado tener arrendada una oficina¹⁶² con derecho a uso de una sala de reuniones¹⁶³ por importe de 875 EUR al mes. Y también ha probado que, de sus cuatro gerentes, dos de ellos residen en Portugal y que para vincular a Talta se requiere la firma de dos gerentes, siendo al menos uno de ellos sea portugués¹⁶⁴.

¹⁵³ CVI, Anexo B. Doc. C 195.

¹⁵⁴ CVI, Anexo C, pp. 5, 7, 9, 13, 17, 21, 25, 29, 31, 37, 41, 45, 49, 53, 55, 59, 61, 63, 65, 67, 69, 73.

¹⁵⁵ CVI, párr. 22, Anexo C. Prüm, párr. 44.

¹⁵⁶ CVI, Anexo C, pp. 1, 3, 11, 15, 19, 23, 27, 33, 35, 39, 43, 47, 51, 71.

¹⁵⁷ CVI, párr. 22.

¹⁵⁸ CVI, Anexo A, Doc. C 194.

¹⁵⁹ Doc. C 159.

¹⁶⁰ Doc. R 61.

¹⁶¹ CV, párr. 150.

¹⁶² Doc. R 29.

¹⁶³ Doc. R 49.

¹⁶⁴ Moura Vicente, párr. 46. CIV, párr. 191.

202. El membrete utilizado en las cartas de Tenaris¹⁶⁵ y su página web¹⁶⁶ remiten a la sede estatutaria para toma de contacto; y lo mismo ocurre con Talta¹⁶⁷.

c. Depósito de libros

203. Tenaris figura en el Registro Mercantil de Luxemburgo¹⁶⁸ y sus cuentas las audita PwC en Luxemburgo¹⁶⁹. Talta está inscrita en el *Registro Mercantil da Zona Franca de Madeira*, y en el certificado expedido por la *Escriturário Superior* de la *Conservatória* de dicho registro¹⁷⁰, constan todas las inscripciones de Talta desde su constitución en 2003 hasta su expedición en 2012, incluyendo nombramientos y destituciones de los *gerentes*, la auditoría y depósito de las cuentas anuales, y el cambio de la sede física a otro emplazamiento dentro de Madeira.

D. Prueba aportada por la Demandada

204. La Demandada, por su parte, sostiene que la Sede Efectiva de las Demandantes está en Argentina porque:

- Argentina abogó por los intereses de Tenaris en un caso *antidumping* ante la OMC, lo que indicaría la existencia de un vínculo importante entre las Demandantes y Argentina¹⁷¹;
- La mayoría de empleados de Tenaris está en Argentina¹⁷²;
- El Presidente y CEO de Tenaris, así como la mayoría de miembros del Grupo Directivo y varios miembros de su Consejo de Administración residen en Argentina¹⁷³;
- Dos gerentes de Talta se encuentran domiciliados en Argentina¹⁷⁴.

205. En opinión de Venezuela los anteriores hechos apuntarían a que las Sedes Efectivas estarían situadas en Argentina; la Demandada sin embargo no ha presentado ningún indicio de que las Sedes Estatutarias carezcan totalmente de actividad.

206. En cuanto a la prueba presentada por las Demandantes, la República Bolivariana sostiene que, lejos de probar que los miembros del Consejo de Administración de Tenaris se reunieron físicamente en Luxemburgo¹⁷⁵, más bien demostraría que la

¹⁶⁵ Doc. C 121.

¹⁶⁶ Doc. C 209.

¹⁶⁷ Doc. C 120.

¹⁶⁸ Doc. C 6.

¹⁶⁹ Doc. C 6, p. 5.

¹⁷⁰ Doc. C 8.

¹⁷¹ RIV, párr. 233.

¹⁷² RIV, párr. 249.

¹⁷³ RIV, párr. 249.

¹⁷⁴ RV, párr. 81.

¹⁷⁵ RVII, párr. 28.

mayoría de las reuniones del Consejo de Administración se realizaba fuera de Luxemburgo¹⁷⁶.

E. Valoración de la prueba

207. El Tribunal Arbitral ha revisado la prueba que acompaña a los dictámenes de los peritos y tiende a pensar que en el Derecho portugués sí se crea una presunción de que la Sede Efectiva coincide con la Sede Estatutaria. Así lo expresa el Prof. Pinheiro¹⁷⁷, cuya opinión ha sido citada por los peritos de ambas Partes¹⁷⁸:

“Como normalmente la sede estatutaria se sitúa en el país de constitución, esto significa que, en cuanto a estas personas jurídicas, la teoría de la sede determina que, en principio, hay coincidencia entre el lugar de la sede estatutaria y el lugar de la sede de administración. Esto justifica una presunción de que la sociedad tiene su sede administrativa en el Estado de la sede estatutaria. En aplicación de esta presunción, a falta de prueba de que la sede administrativa está en otro Estado, se ha de aplicar el Derecho de la sede estatutaria”.

208. Dicho lo anterior, el Tribunal ha analizado y valorado detenidamente la prueba aportada por las Partes, y concluye que no está persuadido de que Tenaris y Talta tengan su Sede Efectiva en Argentina, y entiende que sus Sedes Efectivas coinciden con las Sedes Estatutarias:

a. Reunión de sus órganos de gobierno

209. No hay prueba de que los órganos de gobierno de Tenaris y de Talta dirijan estas empresas desde Argentina:

210. Tenaris ha aportado actas que demuestran que sus juntas de accionistas se reunieron en Luxemburgo¹⁷⁹ y Talta que su socio único realizó las juntas en Portugal; y en cuanto a sus consejos de administración:

- El de Tenaris se reunió en los cuatro años comprendidos entre el consentimiento a arbitrar y la Solicitud de Arbitraje 22 veces por teleconferencia; y físicamente en 14 ocasiones, de las cuales 8 veces fue en Luxemburgo, dos veces en México y en Italia y una vez en Argentina y en EE.UU¹⁸⁰; la prueba que vincula a Argentina con las reuniones del consejo de administración de Tenaris es mínima; la prueba preponderante apunta a que las reuniones se llevaban a cabo en Luxemburgo.
- Y el de Talta siempre lo hizo en Portugal; no hay prueba que apunte hacia otro lugar, que no sea Portugal, como sede efectiva de la dirección de Talta.

¹⁷⁶ RVII, párr. 26.

¹⁷⁷ MD-24. Luís de Lima Pinheiro, *Direito internacional privado*, vol. II, *Direito de conflitos. Parte especial* (3rd ed., Almedina, Coimbra, 2009), p. 135. Traducción del Tribunal.

¹⁷⁸ MD-24; Moura Vicente, nota al pie 20.

¹⁷⁹ CVI, Anexo D.

¹⁸⁰ Ver párr. 198 *supra*.

211. A pesar de que la Demandada argumenta que el Presidente y Director General de Tenaris, Paulo Rocca, y otros miembros del Consejo de Administración de Tenaris residen en Argentina, no hay prueba de que las decisiones del Consejo de Administración se tomen allí, dado que la prueba indica que las reuniones de este órgano se desarrollaban principalmente en Luxemburgo y el Sr. Rocca estuvo presente en todas ellas; de hecho, los únicos tres miembros que han participado alguna vez por teleconferencia son los Sres. Serra Puche¹⁸¹, Vogel¹⁸² y Monti¹⁸³, los primeros dos de nacionalidad mexicana y que desempeñan cargos de relevancia en otras empresas mexicanas, y se conectaron desde México y, el Sr. Monti, que se conectó desde Italia.
212. Venezuela también ha reseñado que la celebración de reuniones del Consejo de Administración por medios distintos a la presencia física sería indicio por sí mismo de que la dirección de Tenaris no se estaba realizando desde Luxemburgo. El Tribunal Arbitral no está de acuerdo. El propio experto legal de la Demandada ha reconocido la validez de las reuniones por medios telemáticos, de acuerdo con el Derecho luxemburgués¹⁸⁴. Y este ordenamiento establece la presunción de que las reuniones celebradas por vía telemática se consideran realizadas en la sede estatutaria¹⁸⁵.
213. Pero aunque no fuera así, no hay prueba que relacione la dirección efectiva de Tenaris precisamente con Argentina.
214. Y en el caso de Talta, los estatutos exigen que todas las decisiones que hayan de vincular a la sociedad deben ser adoptadas al menos por uno de los gerentes portugueses – tampoco hay indicio, pues, de que las decisiones se tomaran en Argentina.

b. Lugar de la gestión comercial

(i) Oficinas

215. No hay prueba de que Tenaris ni Talta ocupen oficinas en Argentina y sí hay prueba de que lo hacen en Luxemburgo y Portugal, respectivamente, como se desprende de los contratos de arrendamiento.
216. Venezuela sin embargo ha cuestionado la relevancia de la prueba aportada: la República resalta que el contrato de arrendamiento de Tenaris está a nombre de Ternium, con quien Tenaris comparte espacio, y los 905 m² arrendados resultarían insuficientes para una compañía de la envergadura de Tenaris¹⁸⁶. En el caso de

¹⁸¹ CVI, Anexo C, pp. 1, 15, 71.

¹⁸² CVI, Anexo C, p. 15.

¹⁸³ CVI, Anexo C, p. 35.

¹⁸⁴ Steichen II, p. 16.

¹⁸⁵ Art. 64(bis)(3) de la Ley de 25 de agosto de 2006 (AP 20): “La reunión celebrada a distancia con tales medios de comunicación se tiene por llevada a cabo en la sede de la sociedad”.

¹⁸⁶ RV, párr. 64.

Talta, Venezuela llama la atención sobre lo reducido del espacio alquilado y del personal contratado¹⁸⁷.

217. Ninguno de los argumentos convence:

- Tenaris y Ternium son dos empresas relacionadas (pues Tenaris tiene una participación del 11,46% en Ternium¹⁸⁸), ambas comparten una misma oficina de 905 m², que Ternium ha sub-arrendado en parte al grupo de Tenaris¹⁸⁹; que el contrato de arrendamiento formalmente esté a nombre de Ternium, y que Tenaris Investment S.à.r.l. – una filial al 100% de Tenaris¹⁹⁰ – actúe como sub-arrendataria, no desvirtúa la conclusión de que la sede efectiva de Tenaris se halla en Luxemburgo y coincide con su sede estatutaria.
- Talta es una empresa de tenencia – como se verá más abajo – lo cual es compatible con una oficina pequeña y personal reducido.

(ii) Empleados

218. La Demandada alega que la mayoría de empleados de Tenaris está en Argentina¹⁹¹.

219. El argumento carece de fuerza puesto que los (numerosos) trabajadores argentinos están contratados por Siderca, una filial argentina de Tenaris, y no por la propia Tenaris¹⁹². El que una filial con personalidad jurídica propia, situada en Argentina, tenga numerosos empleados, es irrelevante a los efectos de determinar dónde se ubica la Sede Efectiva de su matriz.

(iii) Actividades comerciales

220. Tampoco hay prueba de que las actividades comerciales de Tenaris y Talta y sus relaciones con clientes se realicen desde Argentina. Ambas empresas son sociedades de tenencia, y como tales se ocupan de gestionar su cartera de participaciones, pero no desarrollan actividades comerciales con clientes. Y en su información pública, ambas remiten a su Sede Estatutaria como datos de contacto.

221. En particular, el Tribunal Arbitral no comparte la postura del Prof. Maia, perito de la Demandada, que sostiene que Talta no es una sociedad de tenencia sino una empresa dedicada al comercio de hierro. El perito basa su parecer en dos argumentos incorrectos¹⁹³:

222. (i) En el *relatório* de la actividad desarrollada en 2012 Talta manifiesta que su

¹⁸⁷ RV, párr. 81.

¹⁸⁸ T., p. 603.

¹⁸⁹ Doc. R 62.

¹⁹⁰ Doc. C 200, p. 56.

¹⁹¹ RIV, párr. 249.

¹⁹² CV, párr. 157.

¹⁹³ T., pp. 1437 *et seq.*

“actividad normal se relaciona con el comercio de hierro, residuos y hierro briqueteado caliente”¹⁹⁴.

223. Sin embargo, el perito no toma en consideración que el *relatório* añade que Talta tiene participaciones en ocho sociedades¹⁹⁵ – todas ellas aparentemente relacionadas con la industria siderúrgica – y que sus ventas provienen de la intermediación en la compra de mercaderías entre sociedades del grupo¹⁹⁶. Lo que corrobora que se trata de una sociedad de tenencia, dedicada al comercio del hierro a través de sus empresas participadas.
224. (ii) En la inscripción registral¹⁹⁷ Talta figura bajo el código de actividad de la compra y comercio de minerales y hierro, cuando el código de una *holding* sería otro; y además, para ser *holding*, debería someterse al régimen especial del Decreto Ley 2012/94¹⁹⁸.
225. Es posible, tal como indica el perito, que Talta no reúna los requisitos exigidos por el Derecho portugués para registrarse como sociedad *holding* al amparo del Decreto Ley 2012/94, pero en realidad ésta no es la cuestión: no se trata aquí de determinar si Talta está registrada formalmente como una empresa *holding*, sino de comprobar si realiza actividades comerciales frente a terceros en un lugar diferente de su Sede Estatutaria. Y la prueba aportada muestra que la actividad de Talta se circunscribe a la tenencia de participaciones en otras empresas y a la intermediación en la compra de mercaderías entre sus participadas, sin que exista prueba que demuestre que estas actividades se realizaron fuera de la Sede Estatutaria.

(iv) Gerencia

226. Venezuela resalta el hecho de que dos de los gerentes de Talta residen en Argentina¹⁹⁹.
227. Esto es cierto. Talta tiene un consejo de administración compuesto por cuatro *gerentes*, de los cuales dos figuran en los datos registrales con residencia en Argentina y otros dos en Portugal²⁰⁰. Los gerentes con residencia en Argentina pertenecen al Grupo A, y los gerentes portugueses al Grupo B. Para obligar a Talta, se requiere la firma conjunta de un gerente del Grupo A y de uno del B²⁰¹. Por lo

¹⁹⁴ Doc. C 202.

¹⁹⁵ Dalmine S.p.A., Filettature Attrezzature Speciali Tubolari (FAST) S.r.L, Siprofer AG, Silcotub S.A., Energy Network S.r.L, Tenaris Qingdao Steel Pipes, Ltd y Tenaris Qingdao Trading Limited.

¹⁹⁶ “... [a] intermediação na compra de mercadorias é realizada com sociedades relacionadas ...”, “... os seus créditos relacionados com as vendas realizadas, os quais são em mais de 99% com sociedades relacionadas”. Traducción libre del Tribunal: “... [la] intermediación en la compra de mercancías se realiza con sociedad vinculadas ...”, “... sus créditos relacionados con las ventas realizadas, provienen en más del 99% de sociedades vinculadas”.

¹⁹⁷ Doc. C 8.

¹⁹⁸ T., p. 1446 (Maia).

¹⁹⁹ RV, párr. 81.

²⁰⁰ Doc. C 8.

²⁰¹ Doc. C 8, p. 7: “Forma de obrigar: pela assinatura conjunta de um Gerente do Grupo A e um Gerente do Grupo B”. Traducción libre del Tribunal: “Forma de obligar: por la firma conjunta de un Gerente del Grupo A y de un Gerente del Grupo B”.

que el Tribunal Arbitral no ve indicios que inclinen la fijación de la Sede Efectiva a favor de Argentina en detrimento de Portugal.

(v) Datos de contacto

228. Además, en sus relaciones exteriores, tanto Tenaris como Talta remiten, como datos de contacto, a sus oficinas en Luxemburgo y Portugal²⁰². La Demandada no ha aportado prueba que demuestre que los contactos con terceros se realicen en Argentina.

c. Depósito de los libros

229. Es un hecho indiscutido que las cuentas de Tenaris y las de Talta las auditan empresas auditoras luxemburguesas y portuguesas, respectivamente. En el caso de las cuentas de Talta, según certificado del registro, consta que están publicadas y depositadas en el *Registro Mercantil da Zona Franca de Madeira*²⁰³.

* * *

230. El Tribunal Arbitral concluye que no está probado que la Sede Efectiva de Tenaris y de Talta se halle en Argentina, sino que la prueba apunta a que la Sede Efectiva se encuentra en Luxemburgo y en Portugal, respectivamente, y en consecuencia, desestima la excepción de falta de jurisdicción *ratione personae* planteada por la República Bolivariana.

²⁰² Docs. C 120, 121 y 209.

²⁰³ Doc. C 8.

3. DEFECTOS EN LA NOTIFICACIÓN DE LA CONTROVERSI A DE TAVSA

231. El APRI Luxemburgo exige en su art. 9.1 que:

“Cualquier controversia entre un inversor y la otra Parte Contratante que se refiera a la aplicación del presente Acuerdo, será objeto de una notificación escrita, acompañada de un memorándum suficientemente detallado de la Parte del inversor”.

232. Venezuela sostiene, como última objeción, que el Tribunal Arbitral carece de jurisdicción para conocer de reclamaciones por supuestas violaciones de la obligación de conceder a las inversiones un trato justo y equitativo con respecto a Tavs a, por no haber sido incluida esta reclamación en la Notificación Tavs a, tal como exige el art. 9.1 del APRI Luxemburgo²⁰⁴.

233. El argumento no requiere ser analizado por el Tribunal Arbitral. Tenaris plantea la reclamación por trato injusto e inequitativo como un pedido subsidiario, frente al principal, que es la reclamación por la expropiación de Tavs a. La Demandante lo ha expresado en términos muy claros²⁰⁵:

“En la medida que el Tribunal concluya que las inversiones de Tenaris en Tavs a fueron expropiadas indirectamente y conceda una indemnización basada en el 30 de abril de 2008 como fecha de valuación, Tenaris habrá recibido una reparación íntegra y no será necesario que el Tribunal considere si Venezuela violó la disposición del Tratado con Luxemburgo referente al trato justo y equitativo. Si, no obstante, el Tribunal utiliza una fecha de valuación del año 2009, será necesario que analice si las medidas que Venezuela adoptó tras el dictado del Decreto 6.058 de Nacionalización violaron la cláusula de trato justo y equitativo del Tratado con Luxemburgo y, en caso de ser así, determine la indemnización a una fecha anterior a las violaciones de ese Tratado cometidas por Venezuela”.

234. El Tribunal Arbitral puede anticipar ya que en su análisis del fondo del asunto va a concluir que Venezuela efectivamente expropió indirectamente la propiedad de Tenaris en la empresa Tavs a. Aceptada la petición principal, no será necesario analizar la subsidiaria.

²⁰⁴ RIV, párrs. 267-273.

²⁰⁵ CV, párr. 320.

VI. EXPROPIACIÓN

235. La principal pretensión de las Demandantes es que Venezuela ha expropiado ilegalmente la inversión de Tenaris en Tavsa (2.) y la inversión de Tenaris y Talta en Comsigua (3.), contraviniendo los arts. 4 y IV de los AAPRI Luxemburgo y Portugal, respectivamente.
236. Pero antes de adentrarse en el análisis de estas pretensiones, es necesario detallar los hechos ocurridos (1.).

1. ANTECEDENTES FÁCTICOS

237. El Tribunal Arbitral hará un breve resumen de las Demandantes (A.), de su inversión (B.), de las medidas supuestamente expropiatorias (C.) y de la toma de control (D.).

A. Las Demandantes

238. Las Demandantes forman parte del Grupo Techint, un conglomerado internacional dedicado a la industria del acero, compuesto por varios grupos de empresas, entre las que se encuentran Tenaris (la primera Demandante) y Ternium S.A. [“**Ternium**”].
239. Tenaris es una sociedad luxemburguesa²⁰⁶ cotizada en las principales bolsas de Estados Unidos, Italia, Argentina y México²⁰⁷. Su actividad empresarial consiste en la fabricación de tubos, y la desarrolla indirectamente a través de numerosas filiales, creadas en diferentes países. Dos filiales en las que posee la totalidad del accionariado son relevantes en este arbitraje:
- Talta²⁰⁸: se trata de la segunda Demandante, una empresa constituida de acuerdo con las leyes de Portugal²⁰⁹. Talta, e indirectamente Tenaris, poseen 7,58% de las acciones de Comsigua – una de las dos compañías supuestamente expropiadas.
 - Tubos de Acero de México S.A. [“**Tamsa**”]²¹⁰: una empresa mexicana, que fue adquirida por Tenaris, y que posee el 70% de acciones en Tavsa²¹¹ – la segunda compañía que habría sido expropiada.

²⁰⁶ Extracto del Registro de Comercio y Sociedades de Luxemburgo para Tenaris de 24 de mayo de 2012, Doc. C 6.

²⁰⁷ Informe Anual 2014 de Tenaris S.A., Doc. R 116, p. 31.

²⁰⁸ Talta, e indirectamente Tenaris, también adquirieron 50.2% de acciones en Orinoco Iron, Materiales Siderúrgicos S.A. (Matesi), otra productora venezolana de HBC.

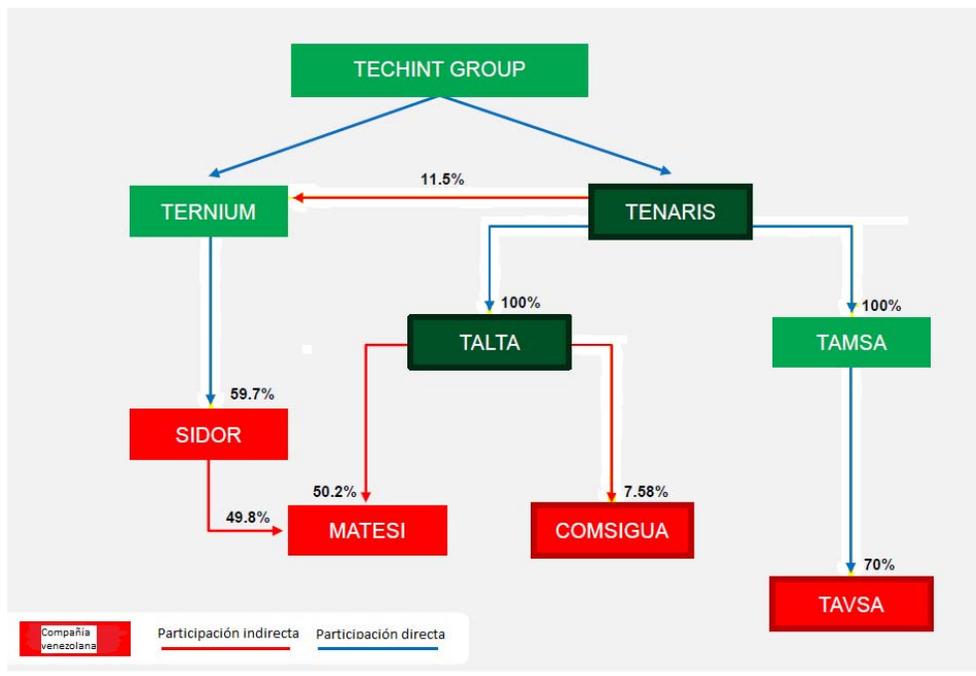
²⁰⁹ Certificado Permanente de Talta de 18 de mayo de 2012, Doc. C 8.

²¹⁰ Registro de accionistas de TAMSA de 6 de julio de 2012, Doc. C 22.

²¹¹ Certificado de Registro Mercantil de Puerto Ordaz de CVG-Tubos de 23 de noviembre de 1998, Doc. C 85, p. 8; Convenio de asociación estratégica de 9 de octubre de 1998, Doc. C 19. Cláusula 2.1.

240. Por su parte Ternium, otra compañía luxemburguesa perteneciente al Grupo Techint y dedicada a la producción de acero, posee 59,7% del capital en Sidor C.A. [“Sidor”], una de las mayores empresas siderúrgicas venezolanas²¹².

241. La estructura corporativa de las Demandantes es la siguiente²¹³:



Fuente: CI, p. 11, 14; RIII, p. 22.

B. La inversión de las Demandantes

242. La región de Guayana, situada al sur de Venezuela, es una región rica en recursos naturales, en especial en minerales de hierro.

a. **Tavsa**

243. Entre los años setenta y noventa del siglo pasado, la industria acerera guayanesa estuvo en manos estatales, en concreto, en las de la Corporación Venezolana de Guayana [“CVG”] y sus empresas filiales²¹⁴. En la década de los noventa el Gobierno de Venezuela inició la privatización de la industria del acero en dicha región²¹⁵.

²¹² Ternium 2007 Annual Report, CRED-52, p. 5.

²¹³ H 1, diapositiva 10; H 2, diapositiva 16, Hart I, fig. 3-1; Ternium 2007 Annual Report, CRED-52, p. 5; Tenaris 2008 Annual Report, CRED-26, pp. 137, 149; Docs. C 22, C 28, C 30.

²¹⁴ CI, párr. 11.

²¹⁵ CI, párr. 13.

244. Entre las primeras empresas privatizadas estuvo la filial de CVG llamada CVG Siderúrgica del Orinoco, C.A. [“**CVG Sidor**”]²¹⁶, una de las empresas siderúrgicas más grandes de toda América Latina.
245. CVG Sidor contaba con dos líneas de producción: una de acero y otra de tubos de acero sin costura. Dado que la producción y comercialización de tubos de acero sin costura es un negocio estrechamente vinculado a la actividad petrolera e independiente del mercado global de productos siderúrgicos, el Gobierno decidió escindir las dos líneas de negocio y privatizarlas por separado²¹⁷:
- La actividad acerera recayó en manos de la sociedad Sidor, en cuyo accionariado entró Ternium²¹⁸, que es, junto a Tenaris, uno de los dos grupos de empresas que conforman el Grupo Techint.
 - La producción de tubos sin costura se transfirió a una nueva filial de CVG llamada Tubos Industriales y Petroleros, S.A. [“**CVG-Tubos**”]²¹⁹, que también fue privatizada y de cuyo accionariado pasó a formar parte Tamsa (filial de Tenaris, una de las Demandantes) con un 70%. Una vez privatizada, la empresa pasó a llamarse Tubos de Acero de Venezuela S.A. (**Tavsa**)²²⁰.
246. Físicamente, Tavsa seguía emplazada dentro de las instalaciones de Sidor y ésta suministraba todos los insumos necesarios para que aquella pudiera fabricar tubos, tal como sucedía antes de la escisión.
247. La privatización de CVG-Tubos se llevó a cabo a través de un convenio de asociación estratégica [el “**Convenio de Asociación**”]²²¹ otorgado el 9 de octubre de 1998 entre CVG y Tamsa. El Convenio de Asociación, aparte de transferir el control de CVG, obligaba a Tamsa a realizar un plan de inversiones en Tavsa dividido en dos fases:
- El programa de modernización (Fase I): la Fase I consistía en modernizar la planta de Tavsa y elevar su capacidad de producción a 65.000 toneladas anuales en el plazo de 24 meses²²². Las inversiones para la Fase I se estimaron entre 25 y 30 millones USD²²³. El 18 de octubre de 2000 Tavsa informó a

²¹⁶ Doc. C 16.

²¹⁷ Convenio de asociación estratégica entre CVG y TAMSA de 9 de octubre de 1998, Doc. C 19, cláusula 1.1 (2).

²¹⁸ CI, párr. 15.

²¹⁹ Doc. C 18.

²²⁰ Certificado del Registro Mercantil de Puerto Ordáz de CVG Tubos de 23 de noviembre de 1998, Doc. C 85, pp. 3, 9 y 26; Artículos de incorporación de Tavsa, Doc. C 34.

²²¹ Convenio de asociación estratégica de 9 de octubre de 1998, Doc. C 19, cláusula 2.1.

²²² El programa de modernización consistía en mejorar la eficiencia de CVG-Tubos, incrementando su capacidad productiva hasta 65.000 toneladas métricas de tubos terminados. Ver Doc. C 19, cláusula 2.1 Definición de Programa de Modernización.

²²³ Convenio de asociación estratégica de 9 de octubre de 1998, Doc. C 19, cláusula 3.2.

CVG de que la capacidad de su planta había aumentado a 65.000 toneladas, con lo que daba por cumplida las obligaciones de la Fase I²²⁴.

- El programa de ampliación (Fase II): una vez transcurridos 18 meses de la firma del Convenio de Asociación, empezaría la Fase II, siempre que ambas partes alcanzaran un acuerdo en un plazo de 90 días; la falta de acuerdo significaría su cancelación²²⁵. El 11 de abril de 2001 CVG y Tamsa decidieron cancelar la Fase II, por no haberse cumplido las condiciones suspensivas y porque las condiciones del mercado no justificaban la realización de esas inversiones²²⁶. La Fase II nunca se llevó a cabo²²⁷.

248. Entre 2002 y 2005 Tenaris adquirió el 100% de acciones de Tamsa²²⁸, y por ende, la participación de 70% de acciones que Tamsa tenía en Tavsa.

b. Comsigua

249. Comsigua es una de las principales productoras en Venezuela de hierro briquetado en caliente [“**HBC**”], utilizado como insumo para la producción de acero. Fue creada a finales de los 80 como una empresa conjunta entre una sociedad japonesa (Kobe Steel Limited) y CVG Ferrominera Orinoco C.A., otra filial de CVG. Inicialmente también participaban en el accionariado otras empresas inversoras de diversas nacionalidades²²⁹, que poco a poco irían abandonando el proyecto.

250. En 1995 Comsigua se abrió a nuevos inversores y así entró Tamsa (filial de Tenaris) con un 6,92%²³⁰. Y en 2007 Tamsa transfirió a Talta (otra filial de Tenaris y co-demandante en este arbitraje) las acciones que tenía en Comsigua²³¹.

251. De forma casi paralela a la entrada de Tamsa en Comsigua, hubo otros movimientos de entrada y salida en el accionariado: dos de los inversores iniciales cedieron sus acciones a Kobe Steel Limited y a otras tres empresas japonesas [conjuntamente,

²²⁴ Carta de Tavsa a CVG de 18 de octubre de 2000, Doc. C 157, p. 1; Tavsa 2000 Estados Financieros, CLEX-8, p. 39; Minutas de la reunión de la Junta Directiva de Tavsa de 11 de abril de 2001, Doc. C 221, p. 1; Doc. R 12. H 1, diapositiva. 13.

²²⁵ Convenio de Asociación, Doc. C 19, cláusula 4.2.2.

²²⁶ Acta de la reunión de la Junta Directiva de Tavsa del 11 de abril de 2001, Doc. C 221, p. 11; H 1, diapositiva 18; CLEX-8, p. 57.

²²⁷ Acta de la reunión de la Junta Directiva de 11 de abril de 2001, Doc. C 221, pp. 1 y 11; Tavsa 2000 Estados Financieros, Doc. CLEX-8, p. 57.

²²⁸ Ver Memoria y Balance 2002 de Tenaris, 6 de marzo de 2003, Doc. C 20, p. 62; Memoria y Balance 2003 de Tenaris, 2 de marzo de 2004, Doc. C 21, p. 120; Registro de Acciones de Tamsa de 6 de julio de 2012, Doc. C 22, p. 1.

²²⁹ Las otras empresas parte del acuerdo fueron: Oregon Steel Mills con 13.84%; Hanbo Steel Co. Ltd. con 13.84%; Acciaierie e Ferriere Lombarde Falck S.p.A. con 6.92%; International Finance Corporation con 8.70%; Acuerdo de accionistas del proyecto Comsigua de 14 de junio de 1995, Doc. C 40, cláusula 2.1(f); *Addendum to the Comsigua Project Shareholders Agreement*, Doc. C 82.

²³⁰ Acuerdo de accionistas del proyecto Comsigua de 14 de junio de 1995, Doc. C 40, cláusula 2.1(f); *Addendum to the Comsigua Project Shareholders Agreement*, Doc. C 82.

²³¹ Reconocimiento y consentimiento de la transferencia de acciones y cesión de contratos de Tamsa a Talta de 16 de marzo de 2007, Doc. C 41, cláusula 1(a). Tenaris había adquirido el 100% de Talta, ver Tenaris 2004 Annual Report, CRED-20, p. 136.

los “**Accionistas Japoneses**”²³². Dos años después se retiró otro inversor. Y, finalmente, en mayo de 2007, salió el último de aquellos inversores²³³.

252. El accionariado de Comsigua quedó dividido entre²³⁴:

- Inversores privados: cuatro Accionistas Japoneses (que, aunque individualmente no ostentaban una posición mayoritaria²³⁵, juntaban un 73,37%) más Talta con un 7,58%.
- Empresa estatal: CVG Ferrominera Orinoco C.A. con un 19,05%.

C. La nacionalización del sector siderúrgico en Guayana

253. La expropiación de Tavsá y de Comsigua se produjo, según relatan los Demandantes, mediante sendas tomas de control en el seno del proceso de nacionalización de todo el sector siderúrgico de la provincia de Guayana, formalizado a través de dos Decretos: el 6058 (a.) y el 6796 (b.).

a. El Decreto 6058

254. El 30 de abril de 2008 el entonces Presidente de la República, Hugo Chávez, dictó el “Decreto con rango, valor y fuerza de ley orgánica n° 6058, de Ordenación de las Empresas que Desarrollan Actividades en el Sector Siderúrgico en la Región de Guayana”²³⁶, por el que la industria del hierro en la región de Guayana se reservaba al Estado venezolano [el “**Decreto Nacionalizador**”]:

“Artículo 1°. Se reserva al Estado, por razones de conveniencia nacional y en vista de su vinculación con actividades estratégicas para el desarrollo de la Nación, la industria de la transformación del mineral del hierro en la región de Guayana, por ser ésta una zona en la que se concentra el mayor reservorio de hierro, cuya explotación se encuentra reservada al Estado desde 1975”.

255. Además, el Decreto Nacionalizador también transformaba a la sociedad mercantil Sidor y sus empresas filiales y afiliadas [las “**Sociedades Afectadas**”] en empresas del Estado:

“Art. 2°. Se ordena la transformación de la sociedad mercantil SIDOR C.A., sus empresas filiales y afiliadas, en empresas del Estado de conformidad con lo previsto en el artículo 100 de la Ley Orgánica de Administración Pública, con una participación estatal no menor del 60% del su capital social”.

²³² RIII, párrs. 25 y 26.

²³³ Ver Estados Financieros de Comsigua de 31 de diciembre de 2007 y 2008, 8 de septiembre de 2009, Doc. C 42, pp. 46 y 47. C 42 Bis, pp. 46 y 47.

²³⁴ RIII, p. 17.

²³⁵ El de mayor participación era Kobe Steel Limited, con un 35,48%.

²³⁶ Decreto N° 6058 con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Ordenación de las Empresas que Desarrollan Actividades en el Sector Siderúrgico en la Región de Guayana de 30 de abril de 2008, publicado en la Gaceta Oficial N°38,928 de 12 de mayo de 2008, Doc. C 50.

256. Las actividades desarrolladas por las Sociedades Afectadas se declaraban de utilidad pública y de interés social:

“Art. 3º. Como consecuencia de lo dispuesto en el artículo primero, se declaran de utilidad pública y de interés social las actividades que desarrolla la sociedad mercantil SIDOR C.A., sus empresas filiales y afiliadas, así como las obras, trabajos y servicios que fueran necesarios para realizarlas”.

257. El Estado se declaraba titular de las acciones de las Sociedades Afectadas:

“Art. 4º. La República por órgano del Ministerio del Poder Popular para las Industrias Básicas y Minería o cualesquiera de sus entes descentralizados funcionalmente serán los titulares del porcentaje accionario que corresponda al sector público en las nuevas Empresas del Estado, creadas como consecuencia de la transformación a que se refiere el artículo 2º ...”.

258. En un plazo de siete días se crearía una comisión que se había de incorporar a la directiva de las Sociedades Afectadas:

“Art. 5º. La República [...] conformará dentro de los siete días siguientes, a partir de la fecha de publicación del presente Decreto ... una Comisión de Transición en las empresas referidas [...] que se incorporará a la actual directiva de SIDOR C.A., a fin de garantizar la transferencia a las empresas Estatales del control de todas las actividades que realizan. Este proceso de transferencia debe culminar el 30 de junio de 2008. [...]”.

259. Y se conformaría otra comisión con el fin de acordar el justiprecio y los términos y condiciones de la posible participación accionaria:

“Art. 7º. Se conformará una Comisión Técnica, compuesta por representantes del Estado y el sector privado involucrado, a los fines de acordar el justiprecio, cuyo funcionamiento tendrá una duración de 60 días continuos prorrogables de mutuo acuerdo”.

“Art. 6º. A las personas jurídicas del sector privado que actualmente son accionistas en las sociedades del sector siderúrgico mencionadas en el artículo 2º, se les concederá un período de sesenta (60) días continuos, a partir de la fecha de publicación del presente Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela para acordar los términos y condiciones de la posible participación accionaria en las nuevas empresas del Estado”.

260. Transcurridos 60 días sin lograr un acuerdo para la transformación de las Sociedades Afectadas en empresas del Estado, la República asumiría el control y la operación exclusiva de las Sociedades Afectadas, decretándose la expropiación de las acciones, de conformidad con la Ley de Expropiación por Causa de Utilidad Pública o Social [“**LECUPS**”], con pago de una indemnización:

“Art. 8º. Una vez transcurrido el plazo establecido en el artículo 6º sin que se hubiera logrado acuerdo para la transformación en una Empresa del Estado, la República [...] funcionalmente asumirá el control y la operación exclusiva de

las mismas, a fin de preservar la continuidad en las actividades que desarrollan las empresas a que se refiere el artículo 2°.

El Ejecutivo Nacional, en caso de no lograrse acuerdo para la transformación en Empresas del Estado, decretará la expropiación de las referidas acciones, de conformidad con lo previsto en la Ley de Expropiación por Causa de Utilidad Pública o Social. Para el cálculo de la indemnización o del justiprecio de los bienes antes referidos, en ningún caso se tomarán en cuenta ni el lucro cesante ni los daños indirectos”.

261. El 21 de mayo de 2009 el Presidente de la República anunció explícitamente la nacionalización de Tavsa y de Comsigua, con las siguientes palabras²³⁷:

“El sector briquetero, nacionalícese. No hay nada que discutir. La empresa [...] Comsigua, [...] Tubos Tavsa – nacionalicense”.

262. A las palabras del Presidente le siguió el 25 de mayo de 2009 la conformación de dos comisiones encargadas de asumir el control y garantizar la transición de Tavsa²³⁸ y de Comsigua²³⁹ en empresas estatales [las “**Comisiones de Control**”], que se habían creado al amparo del Decreto Nacionalizador.

263. El 29 de mayo de 2009 Tenaris expresó su oposición a la nacionalización de Tavsa, mas aseveró que cooperaría en el proceso de transición, designando a sus integrantes²⁴⁰.

b. El Decreto 6796

264. El 14 de julio de 2009, poco tiempo después de constituirse las Comisiones de Control, el Presidente Chávez dictó el Decreto n° 6796 [el “**Decreto Ejecutorio**”], que completaba el Decreto Nacionalizador²⁴¹:

²³⁷ Video Aló Presidente 21 de mayo de 2009, “Taller de trabajo hacia la transformación socialista de las empresas básicas Ciudad Guayana, estado Bolívar”: “El sector briquetero, nacionalícese. No hay nada que discutir. La empresa [...] Comsigua, [...] Tubos Tavsa – nacionalicense”, Doc. C 218; “Chávez nacionaliza varias empresas metalúrgicas”, El Universal, 22 de mayo de 2009, Doc. C 56; Declaración testimonial de Javier Martínez Álvarez, párr. 44.

²³⁸ Oficio N°230/09 del Ministro de Industria Rodolfo Sanz a Tavsa de 25 de mayo de 2009, Doc. C 58. [Si fue en base a Decreto 6058 -Tavsa: “En mi condición de Ministro... y con fundamento en el Decreto N°6058... comité de transición... Tavsa”].

²³⁹ Ver Oficio N° 233/09 del Ministro de Industrias de 25 de mayo de 2009, Doc. C 57. “Con fundamento en el decreto N°6058 [...] y de acuerdo con la decisión presidencial de proceder a la plena estatización de la empresa Complejo Siderúrgico de Guayana S.A. (Comsigua), he designado a las personas que se mencionan a continuación como el Comité de transición [...]”.

²⁴⁰ Carta de Tenaris al Ministro para Industrias de 29 de mayo de 2009, Doc. C 60; Martínez Álvarez, párr. 50.

²⁴¹ Primer Considerando: “Que el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Ordenación de las Empresas que Desarrollan Actividades en el Sector Siderúrgico en la Región de Guayana, en su artículo 1° reservó al Estado la industria de transformación del mineral del hierro en la Región de Guayana”.

“Considerando

Que el Decreto [Nacionalizador] en su artículo 1º reservó al Estado la industria de transformación del mineral del hierro en la Región de Guayana”.

265. Aunque el Decreto Nacionalizador declaraba que las Sociedades Afectadas pasarían a ser de titularidad estatal (art. 4), el Decreto Ejecutivo implementó este mandato de forma ligeramente distinta: el Estado no adquiriría la titularidad de las acciones, sino que se haría con la titularidad de los bienes pertenecientes a las Sociedades Afectadas [los “**Bienes Expropiados**”]; de esta forma los accionistas mantendrían la titularidad formal de las acciones, mientras que los Bienes Expropiados, que conforman el sustrato de la actividad empresarial, serían adquiridos por el Estado:

“Art. 1: Se ordena la adquisición de los bienes de las sociedades mercantiles [...] Complejo Siderúrgico de Guayana S.A. (Comsigua), [...] Tubos de Acero de Venezuela S.A. (Tavsa), sus empresas filiales y afiliadas domiciliadas en el territorio nacional y cuyo objeto se relaciona con la transformación del mineral de hierro, a los fines de su transformación en empresas del Estado [...]”²⁴².

266. Se había de crear una comisión para cada empresa, que se incorporaría a las Juntas Directivas, para asumir el control operativo de forma inmediata:

“Artículo 3º. La República Bolivariana de Venezuela [...] conformarán el día siguiente de la fecha de publicación del presente Decreto, en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, una Comisión de Transición para cada una de las empresas referidas en el artículo 1º según corresponda, que se incorporará a las actuales Juntas Directivas de cada una de ellas, asumiendo el control operativo de manera inmediata, a fin de garantizar la transferencia y la continuidad de las actividades que realiza [...]”.

267. La adquisición forzosa de los Bienes Expropiados daba derechos a los accionistas de Tavsa y Comsigua a obtener una compensación económica. Para acordar esta indemnización – llamada justiprecio – se había de crear una comisión específica por 60 días (prorrogables en 60 más), compuesta por representantes del Estado y de los accionistas:

“Artículo 4º. Se conformará una Comisión Técnica compuesta por representantes del Estado y el sector privado involucrado, a los fines de acordar el justiprecio, cuyo funcionamiento tendrá una duración de sesenta días (60) continuos, prorrogables de mutuo acuerdo, por sesenta (60) días continuos más”.

268. Transcurrido el anterior plazo sin acuerdo, la República asumiría el control y la operación de las “empresas” (conformadas por los Bienes Expropiados), al amparo de la LECUPS, y con pago de justiprecio:

“Artículo 5º. Una vez transcurrido el plazo establecido en el artículo anterior sin que se hubiese logrado acuerdo para la transformación en una empresa del Estado, la República Bolivariana de Venezuela, por órgano de los Ministerios

²⁴² El subrayado es del Tribunal.

o cualesquiera de sus entes descentralizados funcionalmente, señalados en el artículo 2º del presente Decreto, asumirá, según corresponda, el control y la operación de forma exclusiva en las mismas, a fin de preservar la continuidad en las actividades que desarrollan las empresas a que se refiere el artículo 1º.

El Ejecutivo Nacional, en caso de no lograrse acuerdo en la negociación de los bienes, decretará la expropiación de las mismas, de conformidad con lo previsto en la Ley de Expropiación por Causa de utilidad Pública o Social. Para el cálculo de la indemnización o del justiprecio de los bienes antes referidos, en ninguna caso se tomarán en cuenta ni el lucro cesante ni los daños indirectos”.

269. La encargada de la adquisición forzosa de los Bienes Expropiados fue PDVSA Industrial S.A. [**“PDVSA Industrial”**], una subsidiaria de la compañía PDVSA²⁴³. Y se realizó cumpliendo con las disposiciones del Decreto Ejecutivo:

- Comisiones de Control: El 27 de julio de 2009 se conformó una nueva Comisión de Control en Comsigua²⁴⁴ y el 7 de agosto se creó idéntica comisión en Tavsá, encargada de asumir su control en representación de Venezuela²⁴⁵.
- Comisión Compensación TAVSA: El 7 de agosto de 2009 se conformó la Comisión Técnica para Tavsá²⁴⁶, cuyos representantes tenían un plazo de 60 días, prorrogables por 60 días más, para fijar una compensación. El 17 de agosto de 2009 Tenaris confirmó a sus representantes²⁴⁷. Y el 28 de octubre de 2009 PDVSA Industrial solicitó una extensión de plazo para fijar la compensación; dicho plazo se extendió hasta el 29 de diciembre de 2009²⁴⁸.
- Comisión Compensación Comsigua: En el caso de Comsigua, la Comisión Compensación, encargada de negociar el monto de compensación, no se nombró hasta el 8 de octubre de 2009²⁴⁹. Y al año siguiente, el 18 de junio de 2010, se creó una nueva comisión responsable de negociar las adquisiciones de las participaciones de Comsigua y otras tres empresas²⁵⁰.

²⁴³ Larez, párr. 3. Petróleos de Venezuela S.A (PDVSA) es una corporación creada por el Estado venezolano en 1975.

²⁴⁴ Comsigua Share Transfer Agreement de 20 de mayo de 2011, Doc. C 72, cláusula 9.1.

²⁴⁵ La comisión de transición de Tavsá estaba conformada por los cinco miembros de la comisión inicial (ver párr. 258) y se incluyeron miembros adicionales de PDVSA Industrial. Ver carta de PDVSA a Tavsá de 7 de agosto de 2009, Doc. C 69; Doc. R 58.

²⁴⁶ Carta de PDVSA a Tavsá de 7 de agosto de 2009, Doc. C 69. Tenaris ratificó a sus integrantes de la comisión técnica prevista en el art. 7 y el art. 4 de los Decretos 6058 y 6796, respectivamente. Ver Carta de Tenaris a PDVSA Industrial de 17 de agosto de 2009, Doc. C 70, pp. 1-2; Álvarez, párr. 58. Posteriormente, el 3 de mayo de 2010, Tenaris agregó un número de integrantes a la comisión técnica. Ver Carta de José Frías de Tenaris al Ministerio para Industrias de 3 de mayo de 2010, Doc. C 150.

²⁴⁷ Doc. C 70.

²⁴⁸ T., pp. 688:11–689:3 (Larez); CV, párr. 63. Punto de Cuenta de L. Pulido (PDVSA Industrial) para R. Ramirez (PDVSA) del 28 de octubre de 2009, Doc. R 51.

²⁴⁹ Acta de Reunión de Comisión de Transición de 8 de octubre de 2009, Doc. R 46.

²⁵⁰ H 1, diapositiva 50; Doc. R 105; T., p. 66, Oficio N°275/10 de Ministro Khan Fernández (MIBAM) para Vice-ministro I. Hernández de 18 de junio de 2010, Doc. R 105. Encargada de negociar las adquisiciones

D. La toma de control de los Bienes Expropiados

270. En cumplimiento de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio, la República Bolivariana efectivamente tomó el control de los Bienes Expropiados cuya adquisición forzosa había sido decidida. Sin embargo, la toma de control se desarrolló de forma diferente en cada una de las dos Sociedades Afectadas, Tavsa (a.) y Camsigua (b.)

a. Tavsa

271. El 16 de noviembre de 2009 PDVSA Industrial (actuando por cuenta de la República) asumió el control de la administración y de las operaciones de Tavsa, y se entregaron todos los Bienes Expropiados pertenecientes a dicha sociedad²⁵¹. El Estado dio así cumplimiento formal al art. 1 del Decreto Ejecutorio, que ordenaba la adquisición forzosa de los Bienes Expropiados.

272. Es un hecho incontrovertido que Venezuela no ha pagado ninguna compensación por la expropiación de los bienes de Tavsa.

b. Comsigua

273. En el caso de Comsigua, la adquisición forzosa de los Bienes Expropiados se produjo el 17 de junio de 2011, cuando el Estado, mediante un acto administrativo, designó al nuevo Presidente de la empresa y la antigua dirección de Comsigua – en manos privadas – pasó a ser ocupada por nuevos gerentes nombrados por el Gobierno²⁵². A partir de ese momento los Bienes Expropiados de Comsigua quedaron a disposición del Estado y este asumió el control sobre su actividad empresarial.

274. En cuanto a la compensación, los hechos son algo más complicados que en el caso de Tavsa, pues ciertos accionistas sí han sido indemnizados.

275. *Pro memoria*, los accionistas privados de Comsigua eran básicamente dos: de un lado, el conjunto de tres Accionistas Japoneses, y de otro Talta.

276. La Comisión Compensación creada al amparo de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio pronto se escindió para negociar separadamente con los Accionistas Japoneses y con Talta²⁵³. Y el resultado de estas negociaciones fue dispar:

- Los Accionistas Japoneses tuvieron éxito en sus negociaciones y llegaron a un acuerdo compensatorio con el Estado venezolano, al que las partes dieron

de las sociedades mercantiles Venezolana de Prereducidos del Caroní C.A (VENPRECAR), Comsigua y Matesi y sus empresas filiales o afiliadas, empresas conexas a la industria del hierro relevantes dentro del proceso de transformación.

²⁵¹ Acta de Transferencia del Control y de la Operación de Forma Exclusiva de la Sociedad Mercantil Tavsa, Tubos de Acero de Venezuela S.A. de 16 de noviembre de 2009, Doc. C 71, p. 4.

²⁵² Doc. R 64.

²⁵³ Doc. R 41; Doc. R 46; CRED-59.

forma de “contrato de cesión de acciones”. El monto compensatorio alcanzó los 200 millones USD²⁵⁴.

- En cambio Talta/Tenaris, a pesar de participar en conversaciones con el Estado, no llegaron a un acuerdo y no se ha satisfecho ninguna compensación.

* * *

277. Una vez expuestos los antecedentes fácticos, el Tribunal Arbitral analizará a continuación las posiciones de las partes en relación a las expropiaciones de Tavsa (2.) y de Comsigua (3.) y expresará su decisión (4.).

2. POSICIONES DE LAS PARTES EN RELACIÓN A TAVSA

278. Es un hecho que Venezuela expropió los bienes de Tavsa. Lo único que discuten las Partes es si esta expropiación violó el art. 4 del APRI Luxemburgo²⁵⁵, que reza:

“1. Cada una de las Partes Contratantes se obliga a no adoptar ninguna medida de expropiación o de nacionalización, ni cualquiera otra cuyo efecto sea desposeer directa o indirectamente a los inversores de la otra Parte Contratante de las inversiones que les pertenezcan en su territorio, salvo si cumplen las condiciones siguientes:

a) que las medidas se adopten por razones de utilidad pública o de interés nacional;

b) que las medidas sean adoptadas de conformidad con los procedimientos legales;

c) que no sean ni discriminatorias, ni contrarias a un compromiso específico relativo al trato de una inversión;

d) que vengán acompañadas de disposiciones que prevean el pago de una indemnización adecuada y efectiva”.

2. El monto de las indemnizaciones corresponderá al valor real de las inversiones de que se trate en la víspera del día en el cual la medida hay sido adoptada o publicada.

Las indemnizaciones serán pagadas en moneda convertible. Serán pagadas sin retraso injustificado y serán libremente transferibles. Percibirán intereses a la tasa comercial normal desde la fecha de su determinación hasta la fecha del pago.

[...]”.

²⁵⁴ Contrato de Cesión de Acciones y Bienes de Comsigua de 20 de mayo de 2011, Doc. C 72, cláusulas 1.1 y 3. T., p. 65. H 1, diapositiva 49.

²⁵⁵ CIV, párr. 194. Las Partes tampoco están de acuerdo en la indemnización debida, pero esa cuestión merece ser tratada en una sección específica.

A. Posición de las Demandantes

279. Las Demandantes sostienen que, de acuerdo con el art. 4.1(b) del APRI Luxemburgo, las medidas expropiatorias deben ser adoptadas “de conformidad con los procedimientos legales”²⁵⁶; esta obligación exige que se hayan seguido procedimientos de Derecho interno²⁵⁷ (a.). Y el mismo artículo en el apartado 1.c) y 2 requiere que el Estado pague una indemnización en caso de expropiación (b.). Ambos requisitos se habrían obviado en este caso, según sostienen las Demandantes.

a. **Infracción del Derecho venezolano**

280. En opinión de las Demandantes, las medidas expropiatorias adoptadas por la Demandada incumplieron las siguientes normas de Derecho venezolano:

- La Constitución de la República Bolivariana de Venezuela de 1999 [la “**Constitución**”] y la LECUPS (i.);
- El Decreto Nacionalizador (ii.); y
- El Decreto Ejecutivo (iii.).

(i) La Constitución y la LECUPS

281. Las Demandantes alegan que Venezuela contravino los arts. 115 de la Constitución y 2 de la LECUPS²⁵⁸, pues tomó posesión física de los bienes de Tavsa sin la ejecución de una sentencia firme y sin el pago de una justa indemnización²⁵⁹. Y no parece que tenga intención de hacerlo, pues a día de hoy Venezuela aún no ha concluido el procedimiento expropiatorio e indemnizatorio, a pesar de haber transcurrido más de siete años desde el dictado del Decreto Nacionalizador y la Adquisición forzosa de los Bienes de Tavsa²⁶⁰.

(ii) Decreto Nacionalizador

282. Venezuela no siguió los procedimientos dispuestos en el Decreto Nacionalizador²⁶¹:

- No constituyó la Comisión de Control para Tavsa en el plazo previsto en el art. 5 (19 de mayo de 2008), sino un año más tarde: el 25 de mayo de 2009²⁶²;
- No transfirió al Estado el control de las actividades de Tavsa en la fecha prevista en el art. 5, que era el 30 de junio de 2008²⁶³;

²⁵⁶ Doc. C 1bis, art. 4(1)(b).

²⁵⁷ CV, párrs. 204 *et seq.*

²⁵⁸ CIV, párr. 220; CV, párr. 209.

²⁵⁹ CIV, párr. 220; H 1, diapositivas 73 y 74.

²⁶⁰ Doc. C 71.

²⁶¹ CIV, párr. 224.

²⁶² CI, párr. 135; CIV, párr. 224 (a); CV, párrs. 52, 90 y 211(a); Doc. C 57 (Comsigua); Doc. C 58 (Tavsa).

²⁶³ Doc. C 50, art. 5.

- No constituyó la Comisión Compensación a cargo de negociar el justiprecio por la nacionalización de Tavsá previsto en el art. 7²⁶⁴;
- No siguió el procedimiento expropiatorio previsto en la LECUPS, como lo requería el art. 8²⁶⁵: no dispuso la expropiación formal de las acciones de Tavsá, en caso de no llegar a un acuerdo en el plazo de 60 días²⁶⁶.

(iii) Decreto Ejecutorio

283. Según las Demandantes, la Demandada tampoco cumplió con las disposiciones del Decreto Ejecutorio:

- No constituyó la Comisión de Control en el plazo previsto por el art. 3: el 15 de julio de 2009²⁶⁷;
- El Gobierno prorrogó unilateralmente el plazo de la Comisión Compensación de Tavsá hasta el 29 de diciembre de 2009, sin el consenso de Tenaris y asumió formalmente el control de los bienes antes de haber vencido tal plazo (el 16 de noviembre de 2009)²⁶⁸;
- Una vez vencido el mandato de la Comisión Compensación de Tavsá y sin haberse alcanzado un acuerdo respecto del justiprecio, Venezuela incumplió el art. 5 al no dar comienzo al proceso de expropiación judicial²⁶⁹.

b. Impago de la compensación

284. Es un hecho incontrovertido que Tenaris nunca recibió indemnización alguna por la expropiación de los bienes de Tavsá.

285. Las Demandantes aseveran que la mera constitución de una comisión y el establecimiento de un proceso de negociación no bastan para dar por cumplidas las obligaciones que impone el APRI Luxemburgo:

- Venezuela debe tratar de alcanzar un acuerdo sobre la indemnización debida: y en este caso PDVSA Industrial, designada para actuar en representación de Venezuela en las negociaciones, se negó a reunirse con los representantes legales de Tenaris²⁷⁰, a pesar de los intentos de éstos por llegar a un acuerdo²⁷¹;

²⁶⁴ CV, párr. 211.

²⁶⁵ Doc. C 50, art. 8.

²⁶⁶ Doc. C 68, art. 1

²⁶⁷ CV, párr. 212 (a).

²⁶⁸ CV, párr. 212 (b).

²⁶⁹ Doc. C 68; CIV, párr. 228.

²⁷⁰ CV, párr. 86.

²⁷¹ CIV, párr. 213.

- El APRI exige que se pague una indemnización y además, que sea adecuada; y Venezuela nunca estuvo por la labor de conceder una indemnización adecuada, pues no contempló el pago de lucro cesante²⁷².
286. La falta de pago de indemnización no sólo viola la normativa interna venezolana sobre la materia, sino también los arts. 4.1(d) y 4.2 del APRI Luxemburgo, que exigen al Estado que pague “sin retraso justificado” una indemnización “adecuada y efectiva”²⁷³.
287. Las Demandantes traen a colación decisiones de tribunales arbitrales anteriores que han considerado que la falta de indemnización torna ilícita la expropiación: *Burlington*²⁷⁴, *Siemens*²⁷⁵ y *ConocoPhillips*²⁷⁶; así como el caso *OI European*, en que el tribunal concluyó que, al no mediar explicación plausible, la demora de más de cuatro años – y en este caso va ya para ocho – en el pago de la indemnización importa el incumplimiento del requisito de pago sin demora injustificada²⁷⁷.

B. Posición de la Demandada

288. Venezuela reconoce haber expropiado los bienes de Tavsa, pero sostiene que no puede hablarse de expropiación ilegal como pretende Tenaris²⁷⁸. Según la Demandada la expropiación fue conforme a Derecho (a.) y, además, también cumplió con las exigencias del APRI Luxemburgo en cuanto al pago de justa compensación (b.).

a. Respeto al Derecho

289. La Demandada niega todo incumplimiento del Derecho venezolano (i.) o del Derecho internacional (ii.) en el curso de la expropiación.

(i) Derecho venezolano

290. La expropiación de Tavsa se produjo, según alega la República Bolivariana, al amparo del Decreto Nacionalizador, complementado por el Decreto Ejecutorio²⁷⁹:

- El Decreto Nacionalizador menciona genéricamente a las empresas filiales de Sidor pero, al no referirse expresamente a Tavsa, no tuvo efectos directos sobre ésta;

²⁷² CIV, párr. 212.

²⁷³ CV, párr. 199.

²⁷⁴ El tribunal determinó que el hecho de no haber Ecuador indemnizado a Burlington por sus actos expropiatorios tornaba, por sí mismo, ilícita la expropiación, *Burlington*, párrs. 543-45.

²⁷⁵ El tribunal determinó que no se había pagado indemnización, que la expropiación no reunía los requisitos del tratado aplicable y, por ende, resultaba ilícita, *Siemens*, párr. 273.

²⁷⁶ El tribunal concluyó que la oferta de indemnización del Estado que no se coincide con el criterio previsto en el tratado de inversión torna ilícita la expropiación, *ConocoPhillips*, párrs. 398-401.

²⁷⁷ *OI European*, párrs. 422-426.

²⁷⁸ RV, párr. 131.

²⁷⁹ RIII, párr. 283.

- El Decreto Ejecutivo, en cambio, contiene las disposiciones complementarias que permitirían concretar la nacionalización de las empresas filiales de Sidor, entre ellas la de Tavsa, ya expresamente mencionada en este segundo Decreto²⁸⁰.

291. La Demandada niega que los Decretos contravengan ninguna normativa venezolana: el Decreto Nacionalizador permitía en su art. 8 la ocupación de los bienes de Tavsa de forma previa a la culminación del proceso judicial expropiatorio, con el fin de preservar la continuidad en el funcionamiento de las empresas. La República Bolivariana sostiene que el art. 8 del Decreto Nacionalizador es válido, porque su contenido constituye realmente una medida cautelar, como reconoce la jurisprudencia venezolana²⁸¹. Y esta medida cautelar es compatible:

- Con la garantía constitucional, pues la medida cautelar se extinguirá una vez culmine el proceso expropiatorio con una sentencia judicial²⁸²; y, en todo caso, la supuesta inconstitucionalidad de la medida cautelar debió haberse reclamado ante la justicia venezolana y no se hizo; por lo que, en tanto no sea declarado inconstitucional, el mecanismo establecido por el Decreto Nacionalizador tiene plena validez y es de imperativo cumplimiento²⁸³;
- Con el régimen de la LECUPS, pues el Decreto Nacionalizador que tiene rango de ley orgánica y más específico en la materia, prevalece²⁸⁴.

(ii) Derecho internacional

292. La Demandada sostiene que el procedimiento de nacionalización de Tavsa respetó las exigencias del debido proceso exigidas por el Derecho internacional:

- Tenaris fue notificada con antelación suficiente: la intención gubernamental de asumir control de los bienes Tavsa figuraba tanto en el Decreto Ejecutivo, como antes incluso, en los Oficios No. 233/09 y No. 230/09²⁸⁵;
- Tenaris tuvo derecho a ser oída: la misma Tenaris lo reconoce cuando afirma haber participado en las Comisiones Control y Compensación de Tavsa²⁸⁶;
- A pesar de que Tenaris pudo hacer uso de los recursos administrativos y jurisdiccionales que brinda el Derecho local venezolano, decidió no hacerlo²⁸⁷.

293. Venezuela reconoce que el proceso se extendió en el tiempo más allá de los plazos establecidos en el Decreto Nacionalizador, pero precisa que dicha extensión se

²⁸⁰ RIII, párr. 287.

²⁸¹ RV, párr. 132; RIV, párrs. 285-286.

²⁸² RIV, párr. 285-287; RV, párr. 132.

²⁸³ RIV, párr. 287.

²⁸⁴ RIII, párr. 286.

²⁸⁵ Carta de PDVSA Industrial a Tavsa de 7 de agosto de 2009, Doc. C 69. RIII, párr. 316.

²⁸⁶ CI, párrs. 90-92 citado en RIII, párr. 318.

²⁸⁷ RIII; párrs. 319-321.

justificó por la complejidad de los asuntos a tratar, a lo que se añaden demoras imputables a la propia Tenaris²⁸⁸. En todo caso, Venezuela sostiene que estas contravenciones menores de Derecho interno no constituyen un ilícito internacional²⁸⁹.

b. La justa compensación exigida en el APRI

294. La República Bolivariana niega que la falta de pago de compensación convierta una expropiación en ilegal *per se*²⁹⁰, como sostiene Tenaris. Desde el punto de vista de la Demandada, lo que exige el art. 4.1(d) del APRI Luxemburgo es que las medidas expropiatorias vayan acompañadas de mecanismos idóneos para asegurar el pago de una justa, efectiva y oportuna compensación, sin que sea indispensable que se haya iniciado un procedimiento judicial a tal efecto²⁹¹.
295. Venezuela sí ha dado inicio a un procedimiento expropiatorio al amparo del Decreto Ejecutorio²⁹² que no ha finalizado aún. Cuando lo haga, habrá una sentencia judicial dictando la transferencia de dominio ordenada y el pago del justiprecio²⁹³. Y no ha sido así porque Tenaris impidió la continuación del procedimiento expropiatorio al presentar prematuramente su Solicitud de Arbitraje²⁹⁴, lo que constituiría según la República Bolivariana, una prueba más de la actitud intransigente de Tenaris, alejada de la buena fe, que ya en su momento impidió arribar a un acuerdo sobre la compensación²⁹⁵.
296. En cuanto a la alegación específica de que Venezuela no incluía en la compensación un monto por lucro cesante, sin el cual la indemnización no sería “adecuada”, como exige el APRI, la Demandada opina que una cosa es el justiprecio que ha de pagarse por un bien expropiado, y otra distinta es la indemnización resultante de un ilícito²⁹⁶. Según la Demandada, la expropiación es una prerrogativa del Estado, no un ilícito, y en ese sentido, el Decreto Ejecutorio precisa que la compensación ha de corresponder al valor real de lo que se expropia y a nada más²⁹⁷.

²⁸⁸ RV, párr. 133.

²⁸⁹ En apoyo a su posición la Demandada cita el caso *ADF* en el cual el tribunal advirtió que se requiere de algo más que una simple ilegalidad o falta de autoridad bajo la ley interna para considerar que un acto o una medida son inconsistentes con los requisitos de Derecho internacional consuetudinario; *ADF*, párr. 190. La Demandada también cita el caso *Saluka*, en el que el tribunal estableció que un tratado bilateral de inversión no puede interpretarse de manera tal que se penalicen todas y cada una de las infracciones a las múltiples reglas y regulaciones a las que está sujeta la acción gubernamental y frente a las cuales el inversor normalmente podría buscar remedio ante las cortes y tribunales locales, *Saluka*, párr. 133.

²⁹⁰ RIII, párr. 309.

²⁹¹ RIII, párrs. 298-304.

²⁹² RIII, párrs. 304 *et seq.*

²⁹³ RV, párr. 131.

²⁹⁴ RIII, párrs. 297, 311.

²⁹⁵ RIII, párr. 311.

²⁹⁶ RIII, párr. 308.

²⁹⁷ RIII, párr. 307.

3. POSICIONES DE LAS PARTES EN RELACIÓN A COMSIGUA

297. La principal pretensión de las Demandantes es que el Tribunal declare que Venezuela violó los arts. 4 y IV de los AAPRI Luxemburgo y Portugal, respectivamente, cuyo contenido es equivalente. En su opinión, Venezuela ha expropiado de forma ilegal su inversión en Comsigua²⁹⁸. La Demandada niega dicha expropiación²⁹⁹.
298. Los alegatos de las Partes son, en su gran mayoría, los mismos que en el caso de Tavsa. Por esta razón el Tribunal hace referencia a los párrs. 279-296 *supra* y se limitará en este apartado únicamente a relatar los argumentos adicionales que las Partes presentaron específicamente para el caso de Comsigua.

A. Posición de las Demandantes

299. Las Demandantes alegan que Venezuela expropió indirectamente su inversión en Comsigua, sin pagar compensación y violando el Derecho interno.

a. Expropiación de la inversión en Comsigua

300. Las Demandantes aseguran que Venezuela expropió su inversión en Comsigua³⁰⁰ por efecto de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio:
- El Decreto Nacionalizador ordenó la nacionalización de toda la industria del acero en la región de Guayana, incluyendo a todas las empresas afiliadas de Sidor, entre las que se encuentra Comsigua³⁰¹; y aunque el Decreto Nacionalizador preveía una expropiación directa³⁰², Venezuela emitió con posterioridad el Decreto Ejecutorio, donde no decretaba la adquisición de los títulos de Comsigua, sino la “adquisición de bienes”, tornando así la expropiación en indirecta³⁰³;
 - Posteriormente, en ejecución de esos Decretos, Venezuela hizo suyos los bienes de Comsigua y tomó control de la administración³⁰⁴, interfiriendo en los derechos de propiedad de las Demandantes³⁰⁵;
 - Con excepción de los Accionistas Japoneses, el Estado Bolivariano no ha compensado a ningún accionista de las cuatro compañías dedicadas a la fabricación de HBC que fueron nacionalizadas por los Decretos³⁰⁶.

²⁹⁸ CI, párrs. 125 *et seq.*

²⁹⁹ RIII, párr. 276.

³⁰⁰ CIV, párr. 195.

³⁰¹ CI, párr. 127. CV, párrs. 112 *et seq.*

³⁰² CI, párr. 131.

³⁰³ CI, párr. 131.

³⁰⁴ CV, párr. 111.

³⁰⁵ CV, párr. 192.

³⁰⁶ CV, párr. 110.

301. Aseguran las Demandantes también que, desde que la Comisión de Control recibió el encargo de transformar Comsigua en una corporación siderúrgica socialista, sus acciones en Comsigua perdieron todo su valor³⁰⁷. En su opinión, nadie pagaría por una participación minoritaria en una empresa controlada por el Estado y que continúa “sujeta a nacionalización en virtud de los dos Decretos”³⁰⁸. Mientras que antes de la nacionalización, cuando la gestión de Comsigua estaba en manos privadas y la finalidad de ésta era la maximización del retorno de los inversores³⁰⁹, las Demandantes fácilmente podían haber transmitido su participación a otro accionista minoritario o a un tercero³¹⁰.

302. Las Demandantes afirman que la jurisprudencia es uniforme en entender que las medidas que efectivamente destruyen una inversión o privan al inversor del uso o goce de su inversión, incluida la privación de la totalidad o parte sustancial del beneficio económico de la propiedad, son tan expropiatorias como la apropiación de la titularidad formal de los bienes del inversor³¹¹. Y por ello, Venezuela debe indemnizar a las Demandantes en el justo valor de su inversión³¹².

b. Venezuela no indemnizó por la expropiación en Comsigua

303. Las Demandantes no han obtenido indemnización alguna por la expropiación de su inversión en Comsigua, lo que torna la expropiación en ilícita:

- Venezuela asumió el control de Comsigua sin ofrecer un pago inmediato y previo como lo exige el APRI. Si bien hubo algunas discusiones sobre una posible compensación, el inversor nunca recibió una oferta formal³¹³.
- En todo caso, esa posible compensación excluía expresamente el lucro cesante, por lo que la indemnización no resultaba adecuada, como exige el APRI³¹⁴: el valor justo de mercado exigido por los AAPRI es el precio que estaría dispuesto a pagar un hipotético “*willing buyer*”; este comprador habría determinado el precio a partir de las expectativas de futuras ganancias³¹⁵.

304. Además, alegan las Demandantes que Venezuela expropió su inversión en Comsigua de forma discriminatoria por haber pagado una indemnización a los

³⁰⁷ CIV, párr. 198.

³⁰⁸ CIV, párr. 70.

³⁰⁹ CV, párr. 191

³¹⁰ T., p. 569:4–22.

³¹¹ En apoyo a su posición Talta cita la decisión *Spyridon Roussalis*: “la expropiación indirecta se puede producir cuando se adoptan medidas que provocan la pérdida efectiva de la gestión, el uso o el control de los activos de un inversor extranjero, o de una parte considerable del valor de los mismos, *Spyridon Roussalis*, párr. 327. Asimismo, Talta también cita *Alpha*: “en el derecho internacional se reconoce que las medidas adoptadas por un Estado pueden interferir en los derechos de propiedad a un punto tal que esos derechos queden inutilizados en grado tal que debe considerárselos expropiados, aunque el Estado no parezca querer expropiar y aunque legalmente la titularidad de los bienes permanezca en cabeza del propietario original”, *Alpha*, párr. 408.

³¹² CI, párr. 132.

³¹³ CIV, párr. 246.

³¹⁴ CV, párr. 201.

³¹⁵ *Sistem Mühendislik*, párr. 189.

Accionistas Japoneses, pero no así a Talta³¹⁶. Éste sería otro argumento para tildar la expropiación de ilícita³¹⁷.

B. Posición de la Demandada

305. Venezuela niega todas las alegaciones.

a. No hubo expropiación

306. La Demandada reconoce que adquirió el control de Comsigua; pero afirma que lo hizo sin nacionalizar, expropiar o afectar en modo alguno la participación accionaria de Talta³¹⁸.

307. Primero, ninguno de los dos Decretos tuvo efectos expropiatorios:

- El Decreto Nacionalizador no afectó a Comsigua, dado que las únicas empresas nacionalizadas fueron Sidor y sus filiales; y Comsigua no entra en esta categoría³¹⁹.
- El Decreto Ejecutivo tenía como único propósito la transferencia del control de ciertas empresas (entre las que estaba Comsigua) al Estado; y este objetivo se cumplió con la compra por parte de CVG (empresa estatal) del 73% del accionariado de Comsigua, que estaba en manos de los Accionistas Japoneses³²⁰. Una vez obtenido el control, ya no fue necesario expropiar Comsigua³²¹, ni por tanto afectar las acciones de Talta; por lo que el Decreto Ejecutivo dejó de serle aplicable a Comsigua³²². La Demandada resalta que ninguno de los Decretos obliga al Gobierno a llevar a cabo la expropiación planeada cuando, como sucedió con Comsigua, se logre transformar una empresa en estatal a través de la adquisición de un bloque mayoritario de acciones³²³.

308. Segundo, Talta no ha visto afectada su situación: tenía un porcentaje minoritario de 7,58% en Comsigua antes de la adquisición de la mayoría de la participación accionaria por parte del Estado y sigue teniendo el mismo porcentaje en la actualidad³²⁴ en una empresa que sigue activa, generando flujos de caja³²⁵ y en la que Talta puede ejercer todos los derechos derivados de su tenencia accionaria. No

³¹⁶ CI, párrs. 143 *et seq.*

³¹⁷ CI, párr. 144. En apoyo a su posición, Talta sostiene que los dos AAPRI prohíben que la expropiación se lleve a cabo de forma discriminatoria. La Demandante considera que se aplica aquí el caso *Saluka* en el que el tribunal manifestó que “para que no medie discriminación es necesario que exista una justificación racional para cualquier trato diferencial que se confiera a un inversor extranjero” *Saluka* párr. 460.

³¹⁸ RIII, párr. 275.

³¹⁹ RIV, párr. 274.

³²⁰ RIV, párr. 275. T., p. 252:4-13.

³²¹ R V, párr. 116.

³²² RV, párr. 119.

³²³ RV, párrs. 120 y 121.

³²⁴ RIII, párr. 278.

³²⁵ RIII, párr. 276; Villarroel, párr. 10; RIII, párr. 279.

hay razones, por tanto, para asumir – como pretenden las Demandantes – que sus acciones en Comsigua carecen de valor³²⁶ porque nadie las querría comprar³²⁷.

309. Tercero, en lo que respecta al argumento de que Venezuela discriminó a Talta frente a los Accionistas Japoneses, la República Bolivariana lo niega: no hay nada en el texto del art. 6 del Decreto Ejecutivo que requiera que se concluya un acuerdo con todos los accionistas de una empresa³²⁸. Lo único que exige el Decreto es que se conceda a todos los accionistas de Comsigua una oportunidad para negociar un acuerdo – oportunidad que se le otorgó a Talta, pero que ésta rechazó³²⁹.

b. La falta de indemnización está justificada

310. La República Bolivariana alega que Talta rehusó participar en la negociación para vender sus acciones conjuntamente con los otros Accionistas Japoneses³³⁰.
311. Posteriormente, Venezuela ofreció a las Demandantes el mismo precio por acción que a los Accionistas Japoneses³³¹. Sin embargo, las Demandantes no aceptaron la propuesta porque pretendían cerrar un trato que abarcara todos sus intereses en Venezuela y, particularmente, la compensación que reclamaban por la expropiación en la empresa Matesi³³².
312. Y porque, de no conseguir el acuerdo global para todos sus intereses, las Demandantes se sentían amparadas por los AAPRI que protegían su inversión (no así los Accionistas Japoneses, que carecían de APRI con Venezuela)³³³.

4. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

313. En primer lugar, el Tribunal recordará el tenor de los AAPRI en materia de expropiaciones **(1.)**. A continuación resumirá las circunstancias en las que se produjo la expropiación de Tavsa y de Comsigua **(2.)** y determinará si ambas expropiaciones violaron las disposiciones contenidas en los AAPRI **(3.)**.

4.1 Los AAPRI

314. Los AAPRI prohíben que el Estado adopte medidas de expropiación o nacionalización, así como medidas de efectos equivalentes, salvo que cumplan ciertos requisitos:

³²⁶ RIV, párr. 278.

³²⁷ RV, párr. 117.

³²⁸ RV, párr. 120.

³²⁹ RV, párr. 120.

³³⁰ RIV, párr. 276.

³³¹ Prospero, párr. 22.

³³² RIV, párr. 276; Doc. C 153; T., pp. 581:19–582:7 (Prospero); RV, párr. 124.

³³³ La Demandada sostiene que esto se comprobó con el testimonio del Sr. Prospero, T., p. 581:10–18.

APRI Luxemburgo

Art. 4.1:

“Cada una de las Partes Contratantes se obliga a no adoptar ninguna medida de expropiación o de nacionalización, ni cualquiera otra cuyo efecto sea desposeer directa o indirectamente a los inversores de la otra Parte Contratante de las inversiones que les pertenezcan en su territorio, salvo si se cumplen las condiciones siguientes:

- a) que las medidas se adopten por razones de utilidad pública o de interés nacional;
- b) que las medidas sean adoptadas de conformidad con los procedimientos legales;
- c) que no sean ni discriminatorias, ni contrarias a un compromiso específico relativo al trato de una inversión;
- d) que vengan acompañadas de disposiciones que prevean el pago de una indemnización adecuada y efectiva”.

APRI Portugal

Art. IV.1:

“Ninguna de las Partes Contratantes adoptará medidas que priven directa o indirectamente, a los inversionistas de la otra Parte Contratante de las inversiones por ellos realizadas, salvo que se observen las siguientes condiciones:

- a) Que las medidas sean adoptadas por razones de utilidad pública o de interés nacional, en los términos de la legislación vigente;
- b) Que las medidas no revistan carácter discriminatorio;
- c) Que las medidas sean acompañadas de disposiciones que garanticen el pago de una indemnización inmediata, adecuada y efectiva, esta indemnización deberá tener por base el valor de mercado de las inversiones de que se trate en un momento inmediatamente anterior a aquel en que la medida fue hecha pública; la indemnización devengará intereses a la tasa de cambio aplicable en la fecha en que se haga efectiva la operación, en el territorio donde está situada la inversión; la legalización de las medidas referidas y el monto de la indemnización podrán someterse a revisión por medio del procedimiento legal aplicable.”

315. El término “medida”, que no está definido en los AAPRI, debe interpretarse en la forma más amplia posible. Así se deduce del propio texto de los Tratados, que añaden al adjetivo indefinido “ninguna” y el plural genérico “medidas”, para resaltar su amplio alcance.
316. El término abarca, por consiguiente, todo tipo de actos administrativos, legislativos o judiciales, llevados a cabo por cualquiera de los poderes que integran la República

Bolivariana, y prohíbe que dichos actos resulten en una expropiación, una nacionalización o en una medida equivalente.

317. La “expropiación” se produce cuando el Estado adopta una medida, en ejercicio de alguna de sus facultades soberanas, que desposee al inversor de su inversión, arrebatándole el control o la titularidad sobre ella. No se exige, en consecuencia, la pérdida del título de propiedad sobre los bienes o activos. Basta con que el inversor pierda el control de la inversión.
318. La “nacionalización” es un concepto análogo al de expropiación, con la especialidad de que suele afectar a sectores completos de la economía, cuya explotación el Estado decide reservarse.
319. Cada APRI se refiere a las medidas equivalentes en términos diferentes, pero sinónimos (“cualquier otra [medida] cuyo efecto sea desposeer directa o indirectamente a los inversores” o “medida que prive... indirectamente a los inversionistas ... de las inversiones”).
320. Se trata de actos legislativos, judiciales o administrativos adoptados por un Estado, que interfieren significativamente en el uso y disfrute de la inversión, llegando a anular su valor, aunque sin privar al inversor de la titularidad y control.
321. La prohibición de adoptar medidas expropiatorias, de nacionalización o equivalentes no es absoluta. Los AAPRI las permiten, siempre que el Estado cumpla ciertos requisitos:
- Que obedezcan a causa de utilidad pública;
 - Que se adopten de conformidad con procedimientos legales;
 - Que no sean discriminatorias y
 - Que vengán acompañadas de disposiciones que prevean el pago de una indemnización, que deberá ser adecuada y efectiva, tener por base el valor de mercado de las inversiones en un momento anterior a aquél en el que se publicara la medida y su pago se hará sin retraso justificado y en moneda libremente transferible, y devengará intereses.

4.2 TAVSA Y COMSIGUA HAN SIDO OBJETO DE EXPROPIACIÓN

322. Venezuela reconoce haber expropiado indirectamente la inversión que Tenaris tenía en Tavsa³³⁴: efectivamente, la totalidad de los bienes pertenecientes a Tavsa han pasado a ser de titularidad de la República Bolivariana, aunque Tenaris mantiene la titularidad de las acciones de Tavsa, una sociedad que se ha convertido en un simple cascarón, privada de todos sus bienes y de sus actividades empresariales³³⁵.

³³⁴ RV, párr. 131.

³³⁵ Ver párr. 271 *supra*.

A. Especialidades en el caso de Comsigua

323. La República Bolivariana, sin embargo, niega haber expropiado los bienes de las Demandantes en Comsigua³³⁶.
324. El Tribunal Arbitral no comparte esta postura.
325. Los hechos demuestran lo contrario: el Estado venezolano tomó la decisión de nacionalizar todos los bienes propiedad de Comsigua (**a.**), y efectivamente ejecutó esta decisión, privando a las Demandantes de su inversión en Venezuela (**b.**).

a. La decisión de expropiar Comsigua

326. El Presidente Chávez, al promulgar en 2008 el Decreto Nacionalizador, formalizó la decisión de nacionalizar el sector de la siderurgia en Guayana – del que Comsigua formaba parte:

“Art. 1º. Se reserva al Estado, por razones de conveniencia nacional y en vista de su vinculación con actividades estratégicas para el desarrollo de la Nación, la industria de la transformación del mineral del hierro en la región de Guayana, por ser ésta una zona en la que se concentra el mayor reservorio de hierro, cuya explotación se encuentra reservada al Estado desde 1975”.

327. Un año más tarde, el Presidente Chávez confirmó públicamente la nacionalización de Comsigua, en un discurso televisado el 21 de mayo de 2009 ante un colectivo de trabajadores del sector siderúrgico, que acogió con vítores la medida³³⁷:

“El sector briquetero, nacionalícese; no hay nada que discutir. La empresa [...] Comsigua, [...] Tubos Tavsa, nacionalicense”.

328. Al anuncio del Presidente le siguió otro Decreto, el Ejecutorio, que desarrollaba el Decreto Nacionalizador, y ordenaba la adquisición de los bienes de cuatro compañías siderúrgicas, entre las que estaban Tavsa y Comsigua:

“Artículo 1º. Se ordena la adquisición de los bienes de las sociedades mercantiles... Complejo Siderúrgico de Guayana S.A. (Comsigua)... Tubos de Acero de Venezuela S.A. (TAVSA), sus empresas filiales y afiliadas... a los fines de su transformación en empresas del Estado...”.

329. Nótese que de acuerdo con el Decreto Ejecutorio, el objeto de la expropiación se concretó en el conjunto de bienes propiedad de Comsigua (los “Bienes Expropiados”), necesarios para ejercitar su actividad empresarial – no en las acciones que los inversores poseyeran en esta sociedad.

³³⁶ RV, párr. 115.

³³⁷ Doc. C 56.

b. La adquisición forzosa de los Bienes Expropiados

330. *Pro memoria*: A los pocos meses de entrar en vigor el Decreto Ejecutivo, y amparándose en él, Venezuela tomó control formal de los Bienes Expropiados a Tavsá³³⁸. Esta toma de control se formalizó en la llamada “Acta de Transferencia” de 16 de noviembre de 2009³³⁹.
331. En el caso de Comsigua, la transferencia de control sobre los Bienes Expropiados se llevó a cabo dos años después, el 17 de junio de 2011. En dicha fecha se tomaron las siguientes decisiones³⁴⁰:
- Primero, el Ministro del Poder Popular José Khan, quien a su vez desempeñaba la función de Presidente de la empresa estatal CVG (accionista en Comsigua), emitió un acto ejecutivo con forma de resolución número 041-11, por el cual designó a Iván Nicolás Hernández Rojas nuevo Presidente de Comsigua³⁴¹;
 - Segundo, la Junta de Accionistas celebrada ese mismo día³⁴² ratificó la designación imperativa del nuevo Presidente de Comsigua³⁴³;
 - Tercero, quienes hasta ese momento habían estado desempeñando los puestos de gestión de Comsigua, renunciaron a su cargo³⁴⁴.
332. El acta de la Junta de Accionistas explícitamente reconoce que en ese momento culmina la nacionalización de Comsigua, con frases como:
- “Estamos cediendo la administración de la Compañía a quienes vienen a sustituirnos en razón de la *Nacionalización* de Comsigua ...”³⁴⁵.
- “La consecuencia natural de la *Nacionalización* de Comsigua era la terminación de los contratos que vinculan a la Compañía con sus accionistas para la venta de HBI y para la asistencia técnica ...”³⁴⁶.
333. El Tribunal concluye, pues, que el 17 de junio de 2011 el Estado se apropió de los Bienes Expropiados y tomó control de la actividad empresarial de Comsigua.

³³⁸ “en concordancia con el Decreto 6796...”.

³³⁹ Doc. C 71.

³⁴⁰ Doc. R 64.

³⁴¹ Doc. R 64, p. 1.

³⁴² Doc. R 64.

³⁴³ Doc. R 64, p. 11: “Se resuelve: Designar como Presidente de la Compañía y de su Junta Directiva a Iván Hernández”.

³⁴⁴ Doc. R 64, p. 11: “Se resuelve: Reconocer y registrar la renuncia de quienes, por señalamiento, designación, postulación y/o elección por parte de [los Accionistas Japoneses], desde la última asamblea celebrada, tuvieron a su cargo la administración del patrimonio de la Sociedad hasta el 17 de junio de 2011”.

³⁴⁵ Doc. R 64, p. 9. La cursiva aparece en el original.

³⁴⁶ Doc. R 64, p. 10. La cursiva aparece en el original.

B. Compensación por las expropiaciones

334. Venezuela no ha pagado compensación alguna por la expropiación de los bienes de Tavsa, ni parece que haya habido una negociación seria al respecto.
335. La situación es algo diferente en lo que atañe a Comsigua. En este caso el Estado sí comenzó negociaciones con los accionistas privados para pactar la compensación debida:

- Las negociaciones con los Accionistas Japoneses fructificaron y la compensación se formalizó en un llamado “Contrato de cesión de acciones y bienes”³⁴⁷, al amparo de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio:

“... se han convenido en celebrar el presente contrato de venta de acciones, en ejecución de los Decretos Nros. 6058 y 6796 ...”.

- Talta también recibió una oferta de compensación³⁴⁸, en términos similares a los de la indemnización satisfecha a los Accionistas Japoneses, que por causas que se analizarán en el párrs. 377-380 *infra* no llegó a materializarse.

C. Conclusión

336. El Tribunal Arbitral concluye que la República Bolivariana se apropió de todos los bienes de Tavsa y de Comsigua y tomó el control de la actividad empresarial que hasta entonces venían desarrollando estas dos sociedades, resultando en una expropiación de la inversión que Tenaris y Talta tenían en Venezuela. Las sociedades Tavsa y Comsigua han quedado reducidas a dos simples cascarones, cuyos bienes ahora pertenecen a Venezuela y cuya actividad empresarial es desarrollada por el Estado.
337. Esta expropiación se puede calificar como indirecta (como lo hacen las Demandantes), porque ambos inversores siguen manteniendo la titularidad formal de sus acciones en las dos sociedades cuyos bienes han sido objeto de expropiación.

D. Contra-argumentos de la Demandada

338. Frente a esta conclusión, la Demandada ha planteado dos contra-argumentos:

a. Exclusión del ámbito de aplicación del Decreto Ejecutorio

339. El Decreto Ejecutorio ordenó explícitamente la nacionalización de los bienes de Comsigua – Venezuela no lo niega. No obstante, Venezuela sugiere que el Decreto Ejecutorio ya no le es de aplicación a la inversión de las Demandantes en Comsigua. El argumento es algo complicado: la República Bolivariana sugiere que el Decreto no se aplicará a la inversión de las Demandantes en Comsigua porque Venezuela ya ha logrado el objetivo de convertir a Comsigua en empresa estatal. Lo hizo adquiriendo la participación accionarial mayoritaria que detentaban los Accionistas

³⁴⁷ Doc. C 72.

³⁴⁸ CRED-59.

Japoneses. Venezuela alega que, una vez lograda la estatización de Comsigua, no fue necesario ejecutar el Decreto Nacionalizador contra las Demandantes para obtener la titularidad de sus acciones en Comsigua³⁴⁹.

340. El argumento quizá pudiera tener relevancia si la expropiación o nacionalización exigiera que el Estado se apropie de la titularidad de las acciones de la sociedad titular de los bienes con los que se ejerce la actividad empresarial.
341. Pero no es así.
342. Lo relevante para determinar si hubo o no una expropiación o nacionalización es si el Estado tomó control (el llamado “*taking*”) de la empresa o de los bienes del inversor³⁵⁰. En presencia de esta toma de control, resulta irrelevante si la titularidad formal de las acciones se traspa o no al Estado³⁵¹.
343. En el presente caso, el Decreto Ejecutivo estableció que el objeto de la expropiación vendría constituido por todos los bienes de Comsigua – no por las acciones propiedad de sus socios. Y el 17 de junio de 2011 Venezuela culminó la nacionalización de esta empresa, nombrando por acto administrativo al nuevo Presidente y tomando control de los Bienes Expropiados. Tras esta apropiación de todos sus bienes y de toda su actividad empresarial, Comsigua quedó como un simple cascarón, sin actividad empresarial o societaria propia.
344. En definitiva, las Demandantes, a pesar de mantener formalmente la titularidad de sus acciones, han sufrido la expropiación de su inversión en la empresa de Comsigua, puesto que los bienes y la actividad empresarial de Comsigua han sido apropiados y han pasado a estar bajo titularidad estatal.

b. Mantenimiento del valor

345. La República Bolivariana aduce un segundo argumento: la inversión de las Demandantes en Comsigua antes y después de los Decretos ha permanecido invariable³⁵². Las Demandantes, por el contrario, lo niegan: a su modo de ver, tras la nacionalización de Comsigua por efecto de los Decretos Nacionalizador y Ejecutivo, el valor de su inversión³⁵³ y sus derechos³⁵⁴ como accionistas se han visto anulados.

³⁴⁹ R III, párr. 278.

³⁵⁰ A. Reinisch, “The Oxford Handbook of International Investment Law” (Ed. C. Schreuer *et al.*), Oxford University Press, 2008, p. 421: “*As opposed to direct expropriation, which involves the taking of property, indirect expropriation may occur when measures short of an actual taking ‘result in the effective loss of management, use or control, or a significant depreciation of the value of the assets of a foreign investor’*”.

³⁵¹ UNCTAD, Taking of Property, Series on issues in international investment agreements, New York, Geneva, United Nations, 2000, p. 4: “*The taking of property by Governments can result from legislative or administrative acts that transfer title and physical possession. Takings can also result from official acts that effectuate the loss of management, use or control, or a significant depreciation in the value, of assets*”.

³⁵² RIV, párr. 278.

³⁵³ CV, párr. 194.

³⁵⁴ CV, párrs. 192 y 193.

346. El Tribunal Arbitral se posiciona con las Demandantes.
347. El valor de una inversión empresarial canalizada a través de una sociedad constituida en el Estado anfitrión, equivale al valor de los derechos que como accionista le correspondan al inversor. Y el Tribunal constata que las Demandantes han perdido todo el valor de su inversión en Comsigua, pues desde el 17 de junio de 2011 han sido privados de los derechos que como accionistas les correspondían:
- el Presidente de la empresa ha sido nombrado por un acto ejecutivo del Ministro del Poder Popular, no por los accionistas;
 - y desde entonces, no se ha convocado ninguna asamblea de accionistas, ni se han elaborado cuentas anuales³⁵⁵.
348. Las Demandantes han sido pues privadas de toda posibilidad de participar en la actividad empresarial o en la vida societaria de Comsigua o de beneficiarse de las mismas. Tenaris y Talta eran titulares de una inversión, que consistía en ser accionistas de una sociedad venezolana que ejercía una actividad empresarial. Como consecuencia de la intervención del Estado se han convertido en accionistas de una sociedad cascarón, que no otorga ningún tipo de derechos políticos o económicos a sus socios.

El valor de la participación en Comsigua

349. El Tribunal Arbitral comparte el parecer de las Demandantes de que su participación accionarial en Comsigua actualmente carece de todo valor.
350. Las Demandantes aseveran que, antes de los Decretos, podían haber vendido sus acciones a cualquiera de los demás accionistas minoritarios o un tercero³⁵⁶ (como el accionista minorista IFC había hecho un año antes de la entrada en vigor del Decreto Nacionalizador³⁵⁷).
351. La primera opción ha desaparecido, pues Talta es el único accionista minorista de Comsigua; y la segunda es prácticamente inexistente, en vista del cercenamiento de los derechos políticos y económicos de los accionistas. El único posible comprador sería el propio Estado, mas éste a pesar de haber llegado a realizar una oferta, finalmente decidió no consumir la compra de las acciones de las Demandantes en Comsigua, y con ello eliminó la única posibilidad que *de facto* tenían las Demandantes para ser resarcidos por la expropiación.
352. En definitiva, la implementación de los Decretos tuvo como efecto la anulación del valor de la inversión de las Demandantes en Comsigua, al dejar vacíos de contenido los derechos políticos y económicos asociados a la inversión.

³⁵⁵ T., pp. 568–570.

³⁵⁶ T., p. 569:4–22.

³⁵⁷ *Pro memoria*: IFC vendió su participación del tanto 8,70 % en Comsigua, Doc. C 40; Doc. C 82.

4.3 LA FALTA DE PAGO

353. Una vez decidido que Venezuela expropió indirectamente la inversión de las Demandantes en Tavsá y en Comsigua, el Tribunal Arbitral deberá determinar si dichas expropiaciones fueron lícitas.

354. Conviene recordar aquí el tenor de los AAPRI:

Art. 4.1 del APRI Luxemburgo:

“Cada una de las Partes Contratantes se obliga a no adoptar ninguna medida de expropiación o de nacionalización, ni cualquiera otra cuyo efecto sea desposeer directa o indirectamente a los inversores de la otra Parte Contratante de las inversiones que les pertenezcan en su territorio, salvo si se cumplen las condiciones siguientes:

- a) que las medidas se adopten por razones de utilidad pública o de interés nacional;
- b) que las medidas sean adoptadas de conformidad con los procedimientos legales;
- c) que no sean ni discriminatorias, ni contrarias a un compromiso específico relativo al trato de una inversión;
- d) que vengán acompañadas de disposiciones que prevean el pago de una indemnización adecuada y efectiva”.

Art. IV.1 del APRI Portugal:

“Ninguna de las Partes Contratantes adoptará medidas que priven directa o indirectamente, a los inversionistas de la otra Parte Contratante de las inversiones por ellos realizadas, salvo que se observen las siguientes condiciones:

- a) Que las medidas sean adoptadas por razones de utilidad pública o de interés nacional, en los términos de la legislación vigente;
- b) Que las medidas no revistan carácter discriminatorio;
- c) Que las medidas sean acompañadas de disposiciones que garanticen el pago de una indemnización inmediata, adecuada y efectiva, esta indemnización deberá tener por base el valor de mercado de las inversiones de que se trate en un momento inmediatamente anterior a aquel en que la medida fue hecha pública; la indemnización devengará intereses a la tasa de cambio aplicable en la fecha en que se haga efectiva la operación, en el territorio donde está situada la inversión; la legalización de las medidas referidas y el monto de la indemnización podrán someterse a revisión por medio del procedimiento legal aplicable”.

355. Es decir, los AAPRI establecen en términos equivalentes que una medida debe venir acompañada de disposiciones que prevean el pago de una indemnización adecuada

y efectiva y que la indemnización sea pagada de forma inmediata, sin retraso injustificado.

356. Uno de los argumentos fundamentales de las Demandantes es que, a pesar de haber transcurrido más de siete años desde la expropiación³⁵⁸, no han recibido indemnización alguna³⁵⁹, violando así los arts. IV y 4 de los AAPRI.
357. *Prima facie* el Tribunal Arbitral le da la razón a las Demandantes: un retraso de más de siete años en el pago de una indemnización no constituye un pago “inmediato”, siguiendo la terminología del art. IV del APRI Portugal³⁶⁰. El art. 4 del APRI Luxemburgo añade que el pago se realice sin “retraso injustificado”; y en este caso Venezuela ha esgrimido dos justificaciones al retraso, que el Tribunal pasará a analizar a continuación: la ausencia de sentencia condenatoria al pago de justiprecio (**A.**); y el obstruccionismo por parte de las Demandantes (**B.**). Finalmente, la Demandada también plantea, como argumento subsidiario, que la falta de pago no torna ilícita la expropiación (**C.**).

A. Ausencia de sentencia condenatoria

358. La República Bolivariana reconoce que toda expropiación lleva pareja la obligación de pagar indemnización. Pero asegura no haberla abonado por no haber recaído aún sentencia del juez encargado del proceso expropiatorio ordenando el pago del justiprecio³⁶¹.
359. El argumento no puede prosperar.
360. El proceso judicial expropiatorio viene regulado en la LECUPS, en los arts. 23 *et seq.* En resumen, el procedimiento contencioso previsto es el siguiente:

El ente expropiante presenta una solicitud de expropiación ante el juez o los magistrados³⁶² (art. 23). La autoridad judicial emplaza a los interesados (art. 26) para que puedan presentar su contestación a la solicitud (art. 28) junto a la prueba pertinente (art. 30). Finalizada la fase probatoria, el juez dicta el inicio de la relación de la causa, que dura no más de 60 días; después solicita a las partes que entregan sus informes; tras ello y en un plazo no superior a 30 días el juez dicta sentencia (art. 32) en la que decide sobre la necesidad de adquirir todo o parte de la propiedad.

Decidida la necesidad de expropiar, el juez convoca a las partes a un acto de avenimiento (art. 34) y, de no lograrse acuerdo, el juez nombrará una Comisión de Avalúos para que determine el justiprecio del bien (art. 35). Fijado el justiprecio, el ente expropiante debe consignar su monto ante el juez (art. 45). Consignada la suma, el juez expedirá copia de la sentencia que

³⁵⁸ CV, párr. 204.

³⁵⁹ CV, párrs. 201, 413.

³⁶⁰ Ver también *OI European*, párr. 425.

³⁶¹ RVI, párr. 138.

³⁶² El Juez de Primera Instancia de lo Civil de la jurisdicción de la ubicación del bien o la Corte Primera de lo Contencioso Administrativo cuando sea la República quien solicite la expropiación (art. 23).

declara la expropiación y ordenará la entrega formal del bien al solicitante (art. 46).

361. Un juez nunca puede ordenar al ente expropiante la consignación del justiprecio sin que exista un procedimiento judicial. Y éste es incoado, según el art. 23 de la LECUPS, por el ente expropiante. En este caso no hay prueba de que el ente expropiante – la República Bolivariana – haya incoado el procedimiento. Por lo tanto, Venezuela no ha realizado la actividad mínima necesaria para que en algún momento pueda recaer sentencia ordenando el pago del justiprecio.
362. La República Bolivariana no puede escapar de su responsabilidad por un ilícito internacional, amparándose en su propia falta de acción³⁶³.

Contra-argumentos de Venezuela

363. La República Bolivariana ha intentado salvar el escollo de la ausencia de procedimiento judicial, achacándolo:
364. (i) Principalmente, a la lentitud de la “gestión administrativa”³⁶⁴.
365. Las Demandantes aseveran que Venezuela no ha dado siquiera comienzo al procedimiento judicial expropiatorio³⁶⁵ y Venezuela no ha presentado prueba que refute esa alegación. Para que pueda darse lentitud en un proceso, es necesario, al menos, haberlo comenzado; pero en este caso más que lentitud, parece haber pasividad absoluta por parte de Venezuela.
366. (ii) Subsidiariamente, a la inactividad de los inversores³⁶⁶.
367. Venezuela sugiere que son las Demandantes quienes debieran haber iniciado el procedimiento expropiatorio, supliendo así la omisión de la Administración. La República Bolivariana sostiene que las Demandantes tenían a su disposición el art. 9 de la Ley Orgánica de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, que prevé que los órganos judiciales de esa jurisdicción actúen en caso de abstenerse una autoridad en emitir un acto al que están obligados por ley³⁶⁷.
368. La Demandada añade que otros tribunales han tenido en cuenta si los inversores han hecho uso de los recursos brindados por la legislación interna a la hora de decidir si el Estado ha incurrido en un ilícito internacional³⁶⁸.
369. Los argumentos no convencen: la LECUPS establece sin excepciones en su art. 23 que será el Estado quien incoe el procedimiento judicial expropiatorio. La sugerencia hecha por Venezuela de que debían haber sido las Demandantes quienes

³⁶³ *Nullus commodum capere de sua injuria propria* que deriva del principio de buena fe. Se trata de un principio consagrado desde los primeros casos de relevancia en el Derecho Internacional Público: *Montijo, Roberts, Tattler y Chorzów*.

³⁶⁴ T., p. 274:8-13; RV párr. 138.

³⁶⁵ CV, párr. 206.

³⁶⁶ T., p. 274:8-13; RV párr. 138.

³⁶⁷ Art. 9.1: “Los órganos de la jurisdicción contencioso-administrativa serán competentes para conocer de la abstención o la negativa de las autoridades a producir un acto al cual estén obligados por la ley”.

³⁶⁸ RV, párr. 135.

comenzaran una acción judicial expropiatoria contra ellas mismas carece de todo sentido: de acuerdo con la legislación venezolana, todo ciudadano tiene derecho a suplir a la Administración ante su falta de actividad, e iniciar un procedimiento contencioso-administrativo, pero no tiene la obligación de hacerlo.

B. Supuesto obstruccionismo por parte de las Demandantes

370. El segundo argumento del Estado es que fueron las Demandantes quienes impidieron todos los esfuerzos conciliadores en materia indemnizatoria realizados por Venezuela:

a. Indemnización de Tavsa

371. La Demandada alega que con el envío de la Notificación Tavsa y el posterior inicio de este arbitraje, Tenaris frustró todo intento de negociación³⁶⁹.

372. El argumento no es razonable.

373. La negociación de la indemnización era la única tarea encomendada a la Comisión Compensación, integrada por miembros nombrados por el Estado y por Tenaris. La Comisión Compensación tenía el mandato de arribar a una solución compensatoria en un plazo de 60 días, prorrogables en 60 días adicionales de mutuo acuerdo³⁷⁰. Y hasta que no se hubiera agotado el plazo de negociación, el Estado no podía asumir el control y la operación exclusiva de Tavsa, según el art. 5 del Decreto Ejecutorio³⁷¹.

374. En la realidad de los hechos, el Estado nombró a sus miembros el 7 de agosto de 2009³⁷², y Tenaris hizo lo propio 10 días más tarde³⁷³. Transcurrido sin éxito el primer período de negociaciones de 60 días, el 28 de octubre de 2009 el Estado solicitó una extensión de plazo hasta el 29 de diciembre de 2009³⁷⁴. Pero mucho

³⁶⁹ T., pp. 249:19–250:6.

³⁷⁰ Art. 5 Decreto Ejecutorio.

³⁷¹ “Una vez transcurrido el plazo establecido en el artículo anterior sin que se hubiese logrado acuerdo para la transformación en una empresa del Estado, la República Bolivariana de Venezuela, por órgano de los Ministerios o cualesquiera de sus entes descentralizados funcionalmente, señalados en el artículo 2º del presente Decreto, asumirá, según corresponda, el control y la operación de forma exclusiva en las mismas, a fin de preservar la continuidad en las actividades que desarrollan las empresas a que se refiere el artículo 1º. El Ejecutivo Nacional, en caso de no lograrse acuerdo en la negociación de los bienes, decretará la expropiación de las mismas, de conformidad con lo previsto en la Ley de Expropiación por Causa de Utilidad Pública o Social. Para el cálculo de la indemnización o del justiprecio de los bienes antes referidos, en ningún caso se tomarán en cuenta ni el lucro cesante ni los daños indirectos”.

³⁷² Carta de PDVSA a Tavsa de 7 de agosto de 2009, Doc. C 69. Tenaris ratificó a sus integrantes de la comisión técnica prevista en el art. 7 y el art. 4 de los Decretos 6058 y 6796, respectivamente. Ver Carta de Tenaris a PDVSA Industrial de 17 de agosto de 2009, Doc. C 70, pp. 1-2; Álvarez, párr. 58. Posteriormente, el 3 de mayo de 2010, Tenaris agregó un número de integrantes a la comisión técnica. Ver Carta de José Frías de Tenaris al Ministerio para Industrias de 3 de mayo de 2010, Doc. C 150.

³⁷³ Doc. C 70.

³⁷⁴ T., pp. 688:11–689:3 (Larez); CV, párr. 63. Punto de Cuenta de L. Pulido (PDVSA Industrial) para R. Ramirez (PDVSA) del 28 de octubre de 2009, Doc. R 51.

antes de que venciera la prórroga, y sin esperar a un acuerdo sobre la compensación, el Gobierno tomó el control forzoso de Tavsa³⁷⁵.

375. Cuatro días después de la toma de control, la Demandante envió la Notificación Tavsa, poniendo en conocimiento de la República Bolivariana la existencia de una disputa entre ambas.
376. El Tribunal Arbitral, a la vista de la prueba que obra en el expediente, estima que tanto la Notificación Tavsa como el fracaso de las negociaciones son consecuencia de la decisión de la República Bolivariana de tomar el control de Tavsa de forma intempestiva.

b. Indemnización de Comsigua

377. Las negociaciones por la indemnización de Comsigua llegaron mucho más lejos que las de Tavsa. Efectivamente, la República Bolivariana llegó a hacerles a las Demandantes una oferta en términos equivalentes a lo ofrecido a los Accionistas Japoneses³⁷⁶. Esa oferta incluso se plasmó por escrito, pues para su ejecución se requería una aprobación ministerial³⁷⁷.
378. Cada una de las Partes tiene un recuerdo bien distinto de por qué esa oferta no llegó a buen puerto:
- El testigo Wilfredo Villarroel, Coordinador de Administración de Comsigua a partir de junio de 2011³⁷⁸, asegura que Tenaris condicionó repentinamente la posibilidad de un eventual acuerdo sobre Comsigua a un acuerdo global que incluyera también una compensación por Matesi³⁷⁹ (otra empresa briquetera objeto de nacionalización)³⁸⁰;
 - Por su parte, Ricardo Prospero, el director general del área andina de Tenaris desde febrero de 2010³⁸¹, aseguró que Tenaris se mostró partidaria de aceptar la oferta formulada por Comsigua, e imputa la congelación de la oferta al cambio en el Ministerio responsable de la negociación (que pasó de ser el MIBAM al Ministerio del Poder Popular de la Energía) y a un suceso trágico de índole familiar que afectó a un alto cargo del Gobierno³⁸².
379. Tras examinar detenidamente los testimonios presentados y la prueba practicada, el Tribunal Arbitral se inclina por otorgar un mayor valor probatorio al testigo de las

³⁷⁵ Acta de Transferencia del Control y de la Operación de Forma Exclusiva de la Sociedad Mercantil Tavsa, Tubos de Acero de Venezuela S.A. de 16 de noviembre de 2009, Doc. C 71, p. 4.

³⁷⁶ Doc. R 68.

³⁷⁷ CRED-59.

³⁷⁸ Villarroel I, p. 1.

³⁷⁹ Matesi Materiales Siderúrgicos S.A.

³⁸⁰ Villarroel I, párr. 1213.

³⁸¹ Prospero, párr. 5.

³⁸² Prospero, párrs. 22 – 25.

Demandantes, pues no en vano se trata del testigo que participó directamente en los hechos³⁸³.

380. El Tribunal concluye así que las negociaciones se frustraron por causas no imputables a las Demandantes.

* * *

381. Rechazadas las razones esgrimidas por la Demandada para excusar su falta de pago, resta por analizar un argumento subsidiario: el simple impago de la indemnización no tornaría en ilícita la expropiación.

C. El pago como elemento de conformidad de la expropiación con el APRI

382. Según Venezuela, lo determinante del ilícito internacional no es si el Estado pagó o no una indemnización, o si comenzó un procedimiento judicial para determinarla³⁸⁴, sino si existían disposiciones para el pago de la compensación en tiempo oportuno³⁸⁵, que es lo que exige el art. 4.1(d) del APRI de Luxemburgo³⁸⁶. La Demandada se ampara en el caso *Amoco*³⁸⁷ para sustentar su posición.

383. El APRI Luxemburgo distingue, por un lado, la exigencia de que las normas legales incluyan disposiciones que garanticen el pago de una indemnización y, por otro, la obligación de que el pago de la compensación se haga sin retraso injustificado:

- Disposiciones sobre el pago de indemnización:

Art. 4.1.d) APRI Luxemburgo: "... que vengan acompañadas de disposiciones que prevean el pago de una indemnización adecuada y efectiva".

- Pago de indemnización:

Art. 4.2 APRI Luxemburgo: "... Las indemnizaciones serán pagadas sin retraso injustificado y serán libremente transferibles".

384. Por lo tanto, la postura de Venezuela no es aceptable: la República no puede evitar las consecuencias del impago, amparándose en la mera existencia de normas expropiatorias que sí contemplaran el pago de indemnización. Lo relevante no es que la legislación prevea el derecho a una indemnización, sino que esta efectivamente haya sido satisfecha.

³⁸³ Prospero, párrs. 22 *et seq.* y T., p. 764:18.

³⁸⁴ RII, párr. 304.

³⁸⁵ RII, párr. 300.

³⁸⁶ RII, párr. 298.

³⁸⁷ Doc. RLA 84.

385. Con independencia de lo anterior, el Tribunal Arbitral ha analizado el caso *Amoco*, citado por la Demandada en apoyo a su posición, y concluye que su sustrato fáctico no guarda relación alguna con el presente caso:

- En *Amoco* la legislación iraní que regulaba los procesos expropiatorios colocaba sobre el expropiado la carga de comenzar el procedimiento administrativo preceptivo para reclamar el pago de indemnizaciones³⁸⁸. Según esa legislación, no era necesario involucrar a ninguna instancia judicial³⁸⁹. El tribunal arbitral concluyó que las disposiciones legales que regulaban el pago de indemnización eran adecuadas, no siendo necesaria la intervención judicial³⁹⁰, y que la demandante simplemente había optado por no participar en el proceso expropiatorio y por no reclamar el pago de indemnización en el proceso administrativo³⁹¹.
- Este caso es radicalmente distinto: la legislación venezolana prevé que el proceso expropiatorio se ventile ante una autoridad judicial y ese procedimiento lo ha de incoar el ente expropiante; por lo tanto, la participación de un juez nace de la propia ley y fue el Estado (y no las Demandantes) el que, obviando su obligación legal de iniciar el proceso judicial expropiatorio, frustró la posibilidad de que un juez ordenara el pago del justiprecio.

* * *

386. En resumen, el Tribunal Arbitral concluye que la expropiación de los bienes propiedad de Tavsa y Comsigua se produjo en violación de los arts. IV y 4 de los AAPRI, al haber incumplido Venezuela su deber de pagar una indemnización sin retraso injustificado.

³⁸⁸ *Amoco*, párrs. 134 y 137.

³⁸⁹ *Amoco*, párr. 137.

³⁹⁰ *Amoco*, párr. 137.

³⁹¹ *Amoco*, párrs. 76 y 134.

VII. QUANTUM

387. Habiendo llegado a la conclusión de que Venezuela expropió las inversiones de las Demandantes en Tavsá y en Comsigua, en contravención de los arts. 4 del APRI Luxemburgo y IV del APRI Portugal, el Tribunal debe ahora abordar la cuestión del *quantum*.
388. La estructura de la decisión en materia de cuantificación de la compensación será la siguiente: el Tribunal Arbitral tratará como cuestión preliminar cuál es la fecha de valoración relevante (VI.1.); y después se ocupará de determinar el valor de cada una de las empresas expropiadas: Tavsá (VI.2.) y Comsigua (VI.3.). Y, finalmente, tomará una decisión en materia de intereses (VI.4.).
389. Pero antes, unos párrafos a modo introductorio.

Las posiciones de las Partes

390. Las Demandantes han formulado la siguiente pretensión indemnizatoria:

“[Que el Tribunal]

(c) CONDENE a Venezuela a pagarles a las Demandantes la suma de 243,7 millones USD (al 30 de abril de 2008) por las violaciones de los Tratados que cometió, lo que incluye la suma de 213,2 millones USD respecto de la inversión de Tenaris en Tavsá y 30,5 millones USD respecto de la inversión de las Demandantes en Comsigua, o la suma que el Tribunal estime asegurará una reparación íntegra;

(d) CONDENE a Venezuela a pagar intereses previos al laudo sobre la suma del punto c) precedente por el monto de 471.1 millones USD [], devengados desde la Fecha de Valuación hasta el 11 de septiembre de 2015[] a la tasa de 15,69% anual (que es el WACC de Tavsá, por 410.77 millones USD []) y a la tasa de 15,96% anual (que es el WACC de Comsigua, por 60.35 millones USD []) y posteriormente hasta la fecha del Laudo del Tribunal, capitalizados anualmente, o a la tasa y con la frecuencia de capitalización que el Tribunal estime asegurarán una reparación íntegra;

(e) CONDENE a Venezuela a pagar intereses posteriores al laudo sobre los montos indicados en los puntos c) y (d) a la tasa de 15,69% anual (que es el WACC de Tavsá) y 15,96% anual (que es el WACC Comsigua) desde la fecha del Laudo del Tribunal, capitalizados anualmente, o a la tasa y con la frecuencia de capitalización que el Tribunal estime asegurarán una reparación íntegra”.

391. Es decir, las Demandantes piden el valor de sus inversiones en Tavsá y Comsigua, más los intereses previos y posteriores a la fecha del Laudo.

392. Venezuela, por su parte, alega que las Demandantes no han cumplido con su carga probatoria respecto de la cuantía de sus daños³⁹².

Derecho aplicable

393. Las consecuencias asociadas a la violación de los arts. 4 del APRI Luxemburgo y IV del APRI Portugal vienen recogidas en los propios preceptos:

“El monto de la indemnizaciones corresponderá al valor real de las inversiones de que se trate en la víspera del día en el cual la medida haya sido adoptada o publicada”³⁹³.

“... [E]sta indemnización deberá tener por base el valor de mercado de las inversiones de que se trate en un momento inmediatamente anterior a aquél en que la medida fue hecha pública”³⁹⁴.

394. Ambos AAPRI ordenan, pues, que la cuantía de la indemnización equivaldrá al “valor real” y al “valor de mercado” del bien expropiado, calculado en la fecha inmediatamente anterior a aquélla en que se realizó la expropiación (o ésta se hizo de público conocimiento). Las Partes coinciden en que “valor real” y “valor de mercado” son equivalentes³⁹⁵, y se refieren al precio en dinero que estaría dispuesto a pagar un hipotético comprador a un hipotético vendedor,

- estando ambos interesados en realizar la transacción, pero sin obligación de hacerlo;
- actuando ambos de buena fe y de acuerdo con las prácticas del mercado;
- en un mercado abierto y sin restricciones; y
- disponiendo ambos de un conocimiento razonable del objeto del contrato y de las condiciones de mercado³⁹⁶.

395. Adicionalmente, las Demandantes invocan su derecho a obtener una reparación plena – estándar compensatorio en Derecho internacional.

396. Es un principio indiscutido del Derecho internacional consuetudinario que la víctima de un acto ilícito perpetrado por un Estado tiene derecho a recibir una reparación íntegra, como si el acto ilícito no hubiera ocurrido³⁹⁷. En casos de expropiación, la reparación íntegra equivale al valor de mercado del bien expropiado, entendido como el valor que el titular podría haber obtenido, si lo

³⁹² RIV, párr. 338.

³⁹³ APRI Luxemburgo, art. 4.2.

³⁹⁴ APRI Portugal, art. IV.1.c).

³⁹⁵ CIV, párr. 203, RIV, párrs. 342 *et seq.*

³⁹⁶ CI, párr. 180.

³⁹⁷ Chorzów, p. 47. En igual sentido, el *Proyecto de Artículos sobre Responsabilidad de los Estados por Ilícitos Internacionales*: Informe de la Comisión de Derecho Internacional sobre el Trabajo de su 53º Sesión, cap. IV, comentario artículo 34, párr. 5, U.N. GAOR, 56º Ses., Sup. No. 10, U.N. Doc A/56/10 (2001).

hubiera enajenado en una fecha inmediatamente anterior a aquella en la que el Estado le desposeyó, o en la que la voluntad de expropiación trascendió al público (reduciendo el valor de mercado del bien)³⁹⁸.

397. Por tanto, en términos prácticos, la regulación de la compensación contenida en los AAPRI lleva a los mismos resultados que si se aplicaran los principios generales del Derecho internacional³⁹⁹.

Prueba del valor de mercado de Tavsa y de Comsigua

398. La prueba sobre la cuantificación de la compensación ha sido muy extensa: abarca cerca de 500 páginas, más de 250 documentos, unidos a hojas de cálculo, tablas y gráficas y día y medio de interrogatorio de peritos. Dentro de esta prueba, la más importante sin duda la constituyen los informes de los peritos:

- Las Demandantes han contratado los servicios de los Sres. Manuel A. Abdala y Pablo D. López Zadicoff de COMPASS LEXECON, LLC [“**Abdala/Zadicoff**”], quienes presentaron dos informes periciales – uno de 18 de octubre de 2013 [“**Abdala/Zadicoff I**”] y otro de 27 de enero de 2015 [“**Abdala/Zadicoff II**”];
- Venezuela, por su parte, encomendó al Sr. Timothy H. Hart de CREDIBILITY INTERNATIONAL [“**Hart**”] la evaluación del daño; éste preparó también dos informes: de 21 de octubre de 2014 [“**Hart I**”] y de 13 de abril de 2015 [“**Hart II**”].
- Y los peritos de ambas Partes elaboraron conjuntamente el 21 de agosto de 2015 un informe adicional sobre el valor de Tavsa, en el que se centraron en los aspectos sobre los que sus posturas se desviaban [“**Informe Conjunto**”] y al que acompañaron de una hoja de cálculo con diversos despleables interactivos para que el Tribunal Arbitral pudiera optar entre las propuestas de uno u otro perito.

399. El Tribunal Arbitral advierte que, ante la magnitud de la alegación y prueba en materia indemnizatoria, los resúmenes que el Tribunal realiza de las posiciones de los expertos no pretenden ser exhaustivos. Para hacerla la explicación más fácil de seguir, el Tribunal Arbitral ha optado por resaltar aquí únicamente los argumentos que ha considerado más importantes, lo que no obsta para que haya analizado cuidadosamente todos los que los peritos han presentado.

³⁹⁸ World Bank (eds): “Legal Framework for the Treatment of Foreign Investment. Report to the Development Committee and Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment”, 31 I.L.M. (1992), 1382.

³⁹⁹ El Tribunal toma nota de que Venezuela sostiene que el estándar aplicable para calcular la indemnización debida está contenido en los propios AAPRI (RVI, párrs., 162 *et seq.*) mientras que las Demandantes alegan que el estándar de compensación aplicable es el previsto por el Derecho internacional consuetudinario (CVI, párr. 226). Sin embargo, ambas Partes reconocen que, para la cuantía principal, el resultado sería el mismo, independientemente del estándar que se aplique. CVI, párr. 232; RVI, párr. 161.

Distribución de la compensación entre las Demandantes

400. Las Demandantes han formulado su *petitum* de forma conjunta: Venezuela debe pagarles a ambas Demandantes 213,2 millones USD por la inversión de Tenaris en Talta y 30,5 millones USD por la inversión de ambas Demandantes en Comsigua; y también debe pagarles a ambas Demandantes los intereses devengados y por devengar sobre esas cuantías. Pero las Demandantes no especifican en qué proporción ha de dividirse la condena entre ambas Demandantes.
401. El Tribunal Arbitral descarta aplicar una división al 50%, porque ello le permitiría a Talta, que no es inversora en Tavsa, obtener una compensación por la expropiación de una inversión que le resulta ajena. Lo apropiado es que la compensación por la expropiación de cada empresa debe ir a las manos del respectivo inversor.
402. La compensación por Tavsa deberá pues ir íntegra a Tenaris. La compensación de Comsigua, sin embargo, da lugar a mayores dudas. Ambas Demandantes son inversoras en Comsigua: la inversora directa es Talta y Tenaris es también inversora, pero sólo indirectamente, al ser propietaria al 100% de Talta – la demanda podría haberse planteado individualmente, bien por Talta, bien por Tenaris. Al estar planteada de forma conjunta, y en ausencia de alegación de parte, el Tribunal no tiene criterio para determinar cómo realizar la distribución de la compensación entre ellas; por lo que decide que la condena la obtenga la inversora directa en Comsigua, que es Talta. Después Tenaris, como propietaria única de Talta, podrá disponer del flujo recibido como le parezca adecuado.

VII.1. LA FECHA DE VALORACIÓN

403. Ambos AAPRI establecen que la fecha en la que se debe fijar la indemnización es el día anterior a aquel en que se haya hecho pública la medida expropiatoria⁴⁰⁰.
404. Los peritos de cada parte mantienen posiciones encontradas sobre cuál es la fecha de la medida expropiatoria: los peritos de las Demandante defienden que la expropiación se produjo en el Decreto Nacionalizador de 30 de abril de 2008; mientras que el experto de la Demandada se decanta por 20 de mayo de 2009, que es el día anterior al anuncio público por parte del Presidente Chávez de la nacionalización de Tavsa y de Comsigua.

1. TAVSA

405. En el caso de Tavsa, la propia Demandada ha reconocido que la expropiación se produjo al amparo del Decreto Nacionalizador, complementado con el Decreto Ejecutorio⁴⁰¹; no hay duda pues de que la medida expropiatoria tuvo lugar el 30 de abril de 2008.

Contra-argumento de la Demandada

406. El perito de la Demandada ha argüido que Tenaris indicó en la información suministrada a la *Securities and Exchange Commission* estadounidense que la fecha en la que a efectos contables su inversión en Venezuela se vio afectada fue mayo de 2009⁴⁰².
407. Los peritos Abdala/Zadicoff, sin embargo, opinan que el hecho de que Tenaris esperara a mayo de 2009 para reflejar en su contabilidad la situación de sus inversiones en Venezuela no es significativo a los efectos de determinar la fecha de valoración, por una serie de razones⁴⁰³:
- Hasta que no se produjo el trasvase de control efectivo de la empresa no surgió la obligación de realizar una recalificación de la inversión⁴⁰⁴;
 - El valor en libros de las inversiones de Tenaris en Venezuela no reflejaba el valor de mercado, por lo que no había ninguna necesidad de disminuir el valor contable de sus inversiones; en consecuencia, el que en mayo de 2009 decidieran contabilizar esta pérdida de valor sólo muestra que Tenaris se rige por el principio de prudencia, pero no excluye que las inversiones se hubieran dañado ya tiempo atrás.
408. El Tribunal Arbitral se posiciona con Tenaris:

⁴⁰⁰ Art. 4.2 APRI Luxemburgo y art. IV.1(c) APRI Portugal.

⁴⁰¹ RIII, párrs. 284 *et seq.*

⁴⁰² Hart I, párr. 70.

⁴⁰³ Abdala/Zadicoff II, párr. 18.

⁴⁰⁴ T., p. 827.

- Primero, porque los AAPRI en ningún momento vinculan la determinación de la fecha de compensación a los registros contables de los inversores; y
 - Segundo, porque las Demandantes han dado dos razones plausibles para este proceder contable que no es incompatible con el hecho de que la expropiación se produjera un año antes.
409. El Tribunal Arbitral se reafirma en que el Decreto Nacionalizador de 30 de abril de 2008 fue una medida de efectos expropiatorios sobre Tavsa y, por tanto, de acuerdo con el tenor literal de los AAPRI, la fecha de valoración de la compensación debida ha de ser la víspera de dicha medida, es decir, el 29 de abril de 2008.
410. No obstante, por la comodidad de contabilizar por meses completos, los peritos de las Demandantes han tomado como fecha de valoración un día después, el 30 de abril de 2008, y el Tribunal Arbitral acepta realizar esta simplificación (que redundaría en una mínima reducción del valor).

2. COMSIGUA

411. En el caso de Comsigua, y a diferencia de Tavsa, Venezuela no ha reconocido explícitamente su expropiación. Ha sido este Tribunal Arbitral el que ha determinado que ambas empresas corrieron análoga suerte: sus bienes fueron expropiados por efecto de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio⁴⁰⁵. Por tanto, la fecha de publicación de la medida expropiatoria es, igual que en el caso de Tavsa, el 29 de abril de 2008 y, por conveniencia, será el 30 de abril de 2008.

Contra-argumento de la Demandada

412. Venezuela argumenta que el Decreto Nacionalizador no le es aplicable a Comsigua, porque no la menciona explícitamente, sino a Sidor⁴⁰⁶. El argumento no convence:
413. (i) El Decreto Nacionalizador dictó la nacionalización de todo el sector de la transformación del mineral del hierro en la región de Guayana – sector al que pertenece Comsigua;
414. (ii) El Decreto Nacionalizador declara de utilidad pública e interés social de las actividades de Sidor “y de sus empresas filiales y afiliadas” y ordena su transformación en Empresa del Estado.
415. El Tribunal Arbitral no alberga dudas de que Comsigua era una empresa afiliada a Sidor porque, como la propia Demandada acepta, “afiliadas” son aquellas compañías con dueño común⁴⁰⁷ y en este caso Comsigua era afiliada de Sidor, dado que aquella pertenece a Tenaris y Sidor a Ternium y tanto Tenaris como Ternium forman parte del grupo Techint⁴⁰⁸ – el dueño último de ambas era, por tanto, común.

⁴⁰⁵ Ver párr. 336 *supra*.

⁴⁰⁶ RIII, párr. 288.

⁴⁰⁷ RIV, párr. 355 con referencia al Doc. R 109.

⁴⁰⁸ CI, párr. 58.

416. (iii) En diversas ocasiones, la propia Demandada reconoció que el Decreto Nacionalizador le es de aplicación a Comsigua:

- El Ministro del MIBAM nombró a los representantes de la Comisión Compensación, amparándose expresamente en el Decreto Nacionalizador⁴⁰⁹:

“En mi condición de Ministro del [MIBAM] y con fundamento en el Decreto N° 6058... y de acuerdo con la decisión presidencial de proceder a la plena estatización de la empresa Complejo Siderúrgico de Guayana, S.A. (COMSIGUA) ...”.

- El testigo de la Demandada, el Sr. Villarroel, asesor de la Comisión Compensación, reconoció los siguientes extremos⁴¹⁰:

“En mayo del 2009, luego de la decisión de nacionalizar a COMSIGUA y con fundamento en el Decreto Ley 6.058 de 30 de abril de 2008, se conformó una comisión de transición...”.

- El acuerdo de venta de acciones entre el Estado y los Accionistas Japoneses, menciona tanto al Decreto Nacionalizador como al Ejecutorio como normas a cuyo amparo se realizaba la transacción⁴¹¹:

“... se ha convenido en celebrar el presente contrato de venta de acciones, en ejecución de los Decretos 6.058 y 6.796 antes citados...”.

- Y en este arbitraje Venezuela ha aceptado que la expropiación de Tavsa se produjo por efecto del Decreto Nacionalizador⁴¹², cuando, en lo que respecta a la aplicabilidad del Decreto, Tavsa y Comsigua son empresas análogas: ambas pertenecen al sector siderúrgico guayanés, ambas son titularidad de Tenaris y de ahí resulta su afiliación con Sidor, y ambas vieron cómo sus Comisiones de Control se creaban con base en el Decreto Nacionalizador⁴¹³. No hay razón, pues, para aceptar la aplicabilidad del Decreto a Tavsa, y negársela – arbitrariamente – a Comsigua.

417. Venezuela no puede ahora actuar contra sus actos propios⁴¹⁴ y alegar que el Decreto Nacionalizador no le es aplicable a Comsigua. Por lo tanto, el Tribunal Arbitral se reafirma en que la fecha de valoración de la compensación de Comsigua la marca el Decreto Nacionalizador, es decir, el 30 de abril de 2008.

⁴⁰⁹ Doc. C 57.

⁴¹⁰ Villarroel I, párr. 3.

⁴¹¹ Doc. C 72.

⁴¹² RV, párr. 132: “Venezuela ha explicado que la medida [la ocupación de las instalaciones de Tavsa] estuvo autorizada por el Decreto 6058...”.

⁴¹³ Ver párr. 262 *supra*.

⁴¹⁴ Es el principio del *non venire contra factum proprium*, en la tradición romana, o *estoppel* en la tradición anglosajona.

VII.2. EL VALOR DE TAVSA

418. El Tribunal Arbitral resumirá seguidamente la posición de la Demandante (1.), de la Demandada (2.) y tomará por último una decisión sobre cuál es el valor de Tavsá (3.).

1. EL VALOR SEGÚN LA DEMANDANTE

419. Los peritos Abdala/Zadicoff han calculado el valor de Tavsá a través de un método DFC (1.) y lo han comparado por medio de múltiplos de mercado (2.). Los expertos muestran su preferencia por el primer método, por reflejar mejor la capacidad para generar ingresos del activo a valorar⁴¹⁵. En todo caso, las cifras que arrojan uno y otro método son semejantes y se mueven en el entorno de 300 millones USD⁴¹⁶, valorados a 30 de abril de 2008.

1.1 DFC

420. Este enfoque de valoración consiste básicamente en⁴¹⁷: estimar el flujo futuro de ingresos (A.) y restarle los gastos (B.). Los peritos suponen que los flujos de caja netos se generarán a perpetuidad, incrementándose a partir de 2017 a una tasa de crecimiento (C.). Los flujos se descuentan a la tasa de descuento apropiada (D.) hasta la fecha de valoración⁴¹⁸.

421. Es importante resaltar aquí que en el método de DFC no se trata de calcular los flujos efectivamente obtenidos por Tavsá tras su expropiación, sino de estimar, con el conocimiento que se tenía en la fecha de valoración (cuando se hizo pública la expropiación), los ingresos a obtener y los costes a incurrir en los años venideros.

A. Ingresos

422. Los ingresos de Tavsá vienen determinados por⁴¹⁹: el volumen esperado de producción de tubos de acero sin costura (a.) multiplicado por el precio proyectado (b.).

a. **Producción tubular**

423. Abdala/Zadicoff aseguran que a la fecha de expropiación Tavsá tenía una capacidad productiva anual de 80.000 toneladas de tubos⁴²⁰, y estiman que entre 2008 a 2010 la producción anual iría aumentando paulatinamente hasta llegar al tope de 72.000 toneladas; esta producción máxima implica que Tavsá produciría a su capacidad

⁴¹⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 8. Salvo que se indique lo contrario, el Tribunal se refiere al informe redactado en inglés.

⁴¹⁶ Abdala/Zadicoff I, Tabla I.

⁴¹⁷ Abdala/Zadicoff I, párrs. 56 y 112.

⁴¹⁸ La determinación de la fecha de valoración se trata en otro apartado.

⁴¹⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 118.

⁴²⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 123.

máxima, con una utilidad del 90% ($80.000 * 90\% = 72.000$), que es lo previsto en los presupuestos de 2008 – 2009⁴²¹.

424. Esta previsión es, según creen los peritos Abdala/Zadicoff, totalmente razonable: la producción de Tavsá fue en expansión continua entre 2002 y 2007, llegando a más que duplicar la producción de los inicios. Y desaparecidos los conflictos laborales de 2006 y 2007 los peritos tienen el convencimiento de que el ritmo de crecimiento habría sido mayor, en línea con las previsiones que manejaba la dirección de Tavsá⁴²². Una producción de 72.000 toneladas al año es lo que preveía la dirección para 2008 y 2009 y se corresponde con el nivel de producción alcanzado en el primer trimestre de 2007⁴²³.
425. Los peritos Abdala/Zadicoff parten de la base de que Tavsá obtendría los inputs necesarios para lograr tales niveles productivos y no dudan de la verosimilitud de esta hipótesis: Tavsá requeriría de 91.000 toneladas de lingotes por año, una cantidad que supera la pactada en el contrato con Sidor en tan sólo un 1%; y este 1% podía abastecerse a partir del stock que Tavsá tenía almacenado a fecha de valoración⁴²⁴.
426. Abdala/Zadicoff no creen necesario hacer mayores ajustes a estas predicciones para tomar en cuenta posibles dificultades sobrevenidas en la producción, porque aseveran que es consustancial al DFC el prever el mejor escenario en la generación de flujos y reflejar los riesgos residuales en la tasa de descuento⁴²⁵.
427. Los expertos Abdala/Zadicoff aseveran que Tavsá sería capaz de vender el 100% de su producción, dado que era, y sigue siéndolo, el único productor de tubos sin costuras en Venezuela – un país con una demanda significativa de este producto⁴²⁶. A la fecha de valoración PDVSA adquiriría prácticamente el 100% de la producción – acorde con el proceso de nacionalización del sector del gas y petróleo⁴²⁷ – no habiendo razones para creer que esta tendencia fuera a cambiar⁴²⁸.

b. Precio proyectado

(i) Mayo a diciembre de 2008

428. Para el período entre mayo y diciembre de 2008 los expertos Abdala/Zadicoff utilizan los precios de venta reales (2.350 USD por tonelada), dado que a la fecha de valoración se había acumulado un número importante de pedidos⁴²⁹.

⁴²¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 124.

⁴²² Abdala/Zadicoff II, párr. 25.

⁴²³ Abdala/Zadicoff II, párr. 27.

⁴²⁴ Abdala/Zadicoff II, párr. 28.

⁴²⁵ Abdala/Zadicoff II, párr. 29.

⁴²⁶ Abdala/Zadicoff II, párr. 30.

⁴²⁷ Abdala/Zadicoff II, párr. 33.

⁴²⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 32.

⁴²⁹ Abdala/Zadicoff II, párr. 38.a.

(ii) 2009 – 2013

429. Al momento de producirse la expropiación, Tavsa vendía la práctica totalidad de su producción a la empresa estatal PDVSA.
430. El acuerdo de precios con PDVSA vigente hasta 2008 establecía que el precio de venta se fijara a partir del precio vigente el período anterior y se ajustara mensualmente según fluctuaran los precios de referencia internacionales. Pero, a la vista de la tendencia alcista de estos precios internacionales, PDVSA y Tavsa comenzaron en 2008 a negociar un nuevo sistema de precios, que amortiguara el impacto de las fluctuaciones internacionales⁴³⁰.
431. La fórmula de precios propuesta (y que terminaría siendo aceptada ese mismo año) era⁴³¹:

$$P_t = 30\% \times P_{t-1} + 70\% \times P_{t-1} \times \left[\frac{PPL_{t-1}}{PPL_{t-2}} \right]$$

Donde

P_t es el precio en el mes t

P_{t-1} es el precio en el mes t-1

PPL_{t-1} es el precio de referencia publicado por Pipe Logix para el mes t-1

PPL_{t-2} es el precio de referencia publicado por Pipe Logix para el mes t-2

432. Esta fórmula implica que los precios internacionales (*PPL*) se ponderan al 70%.
433. A pesar de que a la fecha de valoración la anterior fórmula estaba aún en fase de negociación, los peritos parten de la hipótesis de que Tavsa habría introducido este mecanismo de fijación de precios en los nuevos contratos con PDVSA (*de facto*, su único cliente⁴³²) a partir de 2009⁴³³; y por tanto aplican dicha fórmula para estimar el precio de venta futuro.
434. La dificultad de aplicar la fórmula para una estimación a largo plazo es que *Pipe Logix* (un proveedor de información de mercado para tubos⁴³⁴) no genera predicciones de precio a más de un año vista. Por eso los expertos Abdala/Zadicoff optan por sustituir los precios publicados por *Pipe Logix* por los publicados en el *Metal Bulletin Research* para las bobinas laminadas en caliente [**HRC**”, por sus siglas en inglés]⁴³⁵. Los peritos resaltan que históricamente los precios de los tubos de acero sin costura publicados por *Pipe Logix* y los precios del HRC han mostrado una evolución pareja⁴³⁶.

⁴³⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 119.

⁴³¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 120.

⁴³² Abdala/Zadicoff II, párr. 40.

⁴³³ Abdala/Zadicoff I, párr. 121.

⁴³⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 119 y nota al pie 114.

⁴³⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 121.

⁴³⁶ Abdala/Zadicoff II, párr. 42.

(iii) 2013 – 2017

435. A partir de 2013 los peritos estiman que los precios van a evolucionar en la línea del índice de precios a la producción [“**IPP**”] estadounidense⁴³⁷.
436. Abdala/Zadicoff no aceptan la crítica (que se verá más adelante) de que las estimaciones de precio no hacen sino prolongar en el tiempo la burbuja existente a finales de 2007 y principios de 2008. Los peritos se defienden, argumentado que su proyección a futuro (basada en la de otros analistas de la industria) estima un aumento de precios inicial, seguido de una bajada, que era lo previsible a la fecha de valoración⁴³⁸.

B. Salidas de capital

437. A efectos de obtener el flujo de efectivo, los peritos detraen gastos operativos (*opex*) (**a.**) impuestos (**b.**), gastos de capital (*capex*) (**c.**) y aplican los ajustes por cambios en el fondo de maniobra (**d.**).

a. *Opex*

438. Los costes de producción los integran los materiales requeridos para producir los tubos, así como la energía consumida en el proceso productivo⁴³⁹. Los insumos (incluyendo la electricidad y el gas)⁴⁴⁰ los proveía íntegramente Sidor y el contrato con esta compañía estipulaba el precio a cobrar y su revisión bianual. Los peritos han estimado la evolución del precio de estos insumos de la siguiente forma:
- Lingotes de acero e inputs relacionados, a partir de las expectativas de evolución del precio del HRC⁴⁴¹; los expertos añaden que es normal prever cierta reducción en los costes del acero, en línea con la disminución de los ingresos de Tavsa⁴⁴²;
 - Los costes de otros materiales, así como de energía, basándose en los costes de 2007 en bolívares y ajustándolos según la evolución esperada del IPP venezolano⁴⁴³.
439. En cuanto a los costes de personal de la planta de producción, su evolución va pareja al índice de precios de consumo [“**IPC**”] venezolano⁴⁴⁴. Los peritos añaden que si la producción de tubos se estimara por debajo de las 72.000 toneladas por año, se produciría un ajuste laboral y los costes de personal deberían disminuirse⁴⁴⁵.

⁴³⁷ Abdala/Zadicoff I, nota al pie 117.

⁴³⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 43.

⁴³⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 127.

⁴⁴⁰ Abdala/Zadicoff I, nota al pie 124.

⁴⁴¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 130.

⁴⁴² Abdala/Zadicoff II, párr. 46.

⁴⁴³ Abdala/Zadicoff I, párr. 131.

⁴⁴⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 133.

⁴⁴⁵ Informe Conjunto, párr. 8.

440. La categoría de costes comerciales comprende toda una variedad de costes:
- Gravámenes tributarios: los ingresos de Tavsá están sujetos a un doble gravamen – sobre facturación y la llamada “contribución social”⁴⁴⁶;
 - Transporte y gastos extraordinarios, que evolucionarán en función del IPP venezolano⁴⁴⁷;
 - Gastos de personal administrativo que se estiman al monto de 2007 aumentándolo según el IPC venezolano⁴⁴⁸.
441. En lo que respecta a los costes de asistencia técnica, los peritos Abdala/Zadicoff han creído razonable estimar que en 2008 Tavsá ya no habría requerido de este tipo de servicio de apoyo⁴⁴⁹. Durante los 10 años anteriores, Tavsá y Tamsa habían estado vinculadas por un contrato de asistencia técnica⁴⁵⁰ que expiraba en 2008. Tavsá habría optado por no renovar el contrato, ahorrándose así este coste adicional.
442. En el Informe Conjunto los peritos Abdala/Zadicoff introducen el siguiente matiz: el contrato de asistencia técnica le habría generado un flujo de ingresos a Tamsa (y así a Tenaris), del que fue privado como consecuencia de la expropiación. Por lo tanto, de no aceptarse la hipótesis de que el contrato fue cancelado, entonces seguiría en vigor y Tamsa habría sido privada de estos ingresos y por ello solicitarían una compensación separada para Tenaris por la pérdida de este contrato⁴⁵¹.

b. Impuestos

443. Sobre los beneficios de Tavsá han de aplicarse tres impuestos: de ciencia y tecnología (0.5% sobre los ingresos brutos), antidroga (1% sobre EBIT menos intereses) y de sociedades (34% neto del impuesto antidroga)⁴⁵².

c. Capex

444. La estimación de estos costes viene marcada por la hipótesis de que Tavsá no va a aumentar su capacidad productiva. De ahí que los únicos costes que se anticipan sean los relacionados con la amortización de los activos fijos para lograr mantener la capacidad máxima prefijada⁴⁵³. Los peritos hacen constar que en las partidas de costes han incluido los de reparaciones extraordinarias que ascienden a 3,1 millones

⁴⁴⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 134.

⁴⁴⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 134.

⁴⁴⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 136.

⁴⁴⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 137.

⁴⁵⁰ CLEX-56.

⁴⁵¹ Informe Conjunto, párr. 14 y nota al pie 5.

⁴⁵² Abdala/Zadicoff I, párr. 140.

⁴⁵³ Abdala/Zadicoff I, párr. 139.

USD al año, evitándose así que Tavsá hubiera tenido que realizar inversiones adicionales⁴⁵⁴.

445. En su segundo informe los expertos, tras haber escuchado las críticas del perito Hart, decidieron introducir una modificación para aumentar las amortizaciones de 2017 en adelante, de forma que ahora pasan de 0,6 a 1,5 millones USD⁴⁵⁵.

d. Cambio en el fondo de maniobra

446. Los peritos de la Demandante han observado el período de 2005 – 2007 y han determinado que las cuentas comerciales a cobrar ascienden en media a 70 días de ingresos, mientras que aquéllas a pagar se estiman en 70 días sobre el total anual de gastos. Las existencias se calculan como 100 días de costes de los bienes vendidos⁴⁵⁶.
447. Una vez aplicadas las anteriores estimaciones, resulta un fondo de maniobra de 10 días de ingresos anuales⁴⁵⁷.

C. Valor residual

448. El valor residual se estima como el valor del flujo de ingresos correspondiente a 2017, aumentado a un ritmo del 2,4% a perpetuidad. La tasa de crecimiento del 2,4% es coherente con las expectativas inflacionistas en los EE.UU.⁴⁵⁸. El valor residual sin descontar es de casi 350 millones USD⁴⁵⁹. Y supone el 30% del total del valor de la empresa⁴⁶⁰.

D. Tasa de descuento

449. La tasa de descuento utilizada es el WACC, que se representa a través de la fórmula⁴⁶¹:

$$WACC = W_D \cdot k_D \cdot (1 - t) + W_E \cdot k_E$$

Donde:

W_D es el peso específico de la financiación ajena en la estructura de capital

k_D es el coste de la financiación ajena

W_E es el peso específico de la financiación propia en la estructura de capital

k_E es el coste de la financiación propia

⁴⁵⁴ Abdala/Zadicoff II, párr. 57.

⁴⁵⁵ Abdala/Zadicoff II, párr. 58.

⁴⁵⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 142.

⁴⁵⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 143.

⁴⁵⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 144.

⁴⁵⁹ CLEX-2, FCF, Terminal Value omitiendo el factor de descuento.

⁴⁶⁰ T., p. 974:12–13.

⁴⁶¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 170.

450. A continuación se resume la estimación que realizan los peritos de cada uno de los anteriores parámetros:

a. Rentabilidad de la financiación propia

451. Este coste se calcula, según el CAPM⁴⁶², como la suma de la tasa de retorno de activos libres de riesgo (**i.**), de la prima de riesgo país (**ii.**) y del producto de la beta (**iv.**) multiplicada por la prima de riesgo del mercado (**v.**)⁴⁶³. Según los peritos de la Demandante, no ha de incluirse una prima por tamaño (**iii.**). La tasa de rendimiento del capital propio es, según proponen los peritos, de 17,8%⁴⁶⁴. Cada elemento que lo compone se estudiará por separado:

(i) Tasa de retorno de activos libres de riesgo

452. En la práctica, esta tasa se mide a partir de la tasa de retorno de bonos de los EE.UU. ya sean a 10 o a 30 años. Los peritos se decantan por aquéllos con vencimiento a 10 años por ser representativos de una inversión a largo plazo y por ser menos sensibles a cambios inflacionistas inesperados⁴⁶⁵.

453. La rentabilidad media para estos bonos, calculada sobre la base de aquéllos que vencían en los 12 meses anteriores a 30 de abril de 2008, arroja un 4,29%⁴⁶⁶.

(ii) Prima de riesgo del mercado

454. Se trata de medir la tasa adicional de rentabilidad que la inversión debe proporcionarle al inversor como consecuencia de asumir éste un riesgo superior al de una inversión libre de riesgo⁴⁶⁷.

455. Los expertos han calculado la prima a partir de los índices históricos de 1928 – 2007 publicados por el Prof. Damodaran⁴⁶⁸ y obteniendo la media geométrica que se sitúa en el 4,79%⁴⁶⁹. Abdala/Zadicoff defienden el uso de una media geométrica frente a una aritmética, porque ésta última se suele utilizar únicamente en proyectos a corto plazo⁴⁷⁰.

456. Los peritos aseveran que la prima así calculada está en el rango, o incluso algo por encima, de lo recomendado por los expertos (en torno al 3,5%)⁴⁷¹.

⁴⁶² *Capital Asset Pricing Model*.

⁴⁶³ Abdala/Zadicoff I, párr. 173.

⁴⁶⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 191.

⁴⁶⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 176.

⁴⁶⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 176.

⁴⁶⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 177.

⁴⁶⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 98.

⁴⁶⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 177.

⁴⁷⁰ Abdala/Zadicoff II, párr. 94.

⁴⁷¹ Abdala/Zadicoff II, párrs. 95 y 96.

(iii) No hay necesidad de prima por tamaño

457. En opinión de Abdala/Zadicoff, no es conveniente añadir una prima por el tamaño de Tavsa, por diversas razones⁴⁷²:

- En primer lugar, no es pacífico entre la doctrina que deba aplicarse una prima por tamaño; ni siquiera para empresas situadas en EE.UU., menos aún para aquéllas fuera de allí⁴⁷³;
- En segundo lugar, Tavsa es una empresa que puede considerarse de gran tamaño para el mercado venezolano; el hecho de que sea una compañía de pequeño tamaño, en comparación con compañías estadounidenses, es algo que ya va incorporado en la prima de riesgo país.

(iv) Beta

458. La beta es el coeficiente que refleja el grado de volatilidad de la rentabilidad de la empresa frente al riesgo del mercado. Por lo tanto, la información sobre las betas se obtiene del análisis del mercado bursátil; mas en la opinión de los expertos, ha de evitarse acudir a la información bursátil de economías emergentes, por su tendencia a incrementar la beta, como consecuencia de su volatilidad y poca fiabilidad⁴⁷⁴. Por ello los peritos recomiendan estimar la beta a partir de los datos de compañías comparables que operen en una economía desarrollada, como lo es la de los EE.UU., y después aplicar el ajuste preceptivo por tratarse de una inversión en una economía en desarrollo, con mayor volatilidad económica y política y por las especificidades regulatorias⁴⁷⁵.

459. Los expertos se decantan por el índice publicado por *Morningstar* código SIC 331, que engloba las acerías, altos hornos y laminadoras y pulidoras⁴⁷⁶. La beta que se obtiene a través de un método de regresión simple entre el rendimiento de la acción y el de mercado es una beta “en bruto”, sobre la que los expertos aplican el ajuste por “*reversion-to-one*”⁴⁷⁷. Este ajuste se debe a la creencia de que, a largo plazo, todos los proyectos deberían tender a comportarse como el mercado, con una beta, pues, de uno⁴⁷⁸; y la fórmula a aplicar es la siguiente⁴⁷⁹:

$$Beta\ ajustada = 0,67 \times Beta\ en\ bruto + 0,33$$

460. Ha de aplicarse también un segundo ajuste, desapalancando las betas de las empresas que componen el muestreo y reapalancándolas⁴⁸⁰, utilizando una

⁴⁷² Abdala/Zadicoff II, párr. 101.

⁴⁷³ Abdala/Zadicoff II, párr. 102.

⁴⁷⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 178.

⁴⁷⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 179.

⁴⁷⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 180.

⁴⁷⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 181.

⁴⁷⁸ Abdala/Zadicoff I, nota al pie 157.

⁴⁷⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 181.

⁴⁸⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 182.

estructura de capital óptima para las industrias respectivas y la tasa impositiva aplicable en Venezuela (34%)⁴⁸¹. El resultado es una beta de 1,86⁴⁸².

(v) Prima de riesgo país

461. Esta prima representa el rendimiento adicional que exigirá un inversor que invierta en una empresa en Venezuela, frente a hacerlo en una perteneciente a una economía más estable como pudiera ser en los EE.UU.⁴⁸³.
462. El enfoque empleado por los peritos para el cálculo de esta prima es el de la deuda pública. Así, los expertos comparan el diferencial entre la rentabilidad de los bonos venezolanos a cinco años en USD y la rentabilidad de los bonos federales de los EE.UU. con un vencimiento equivalente. Los datos venezolanos se obtienen del Índice de Bonos de Mercados Emergentes publicado por J.P. Morgan⁴⁸⁴. Así, resulta una prima del 4,6%⁴⁸⁵.

b. Coste de la financiación ajena

463. Este coste se calcula como la suma de la tasa de rendimiento libre de riesgo, más la prima de riesgo país, más la prima de riesgo de la industria. Esta última se obtiene a partir del dato que el Prof. Damodaran calcula para acerías de los EE.UU. en 2008, y da 1,5%⁴⁸⁶. Sumado a las anteriores primas y tasa, resulta en un coste de financiación ajena antes de impuestos de 10,4% y de 6,9% después de impuestos⁴⁸⁷.

c. Estructura de capital

464. No existe información sobre la composición de la estructura de capital de empresas venezolanas con un perfil de riesgo como Tavsá. Ante esta situación los expertos de la Demandante se decantan por utilizar la estructura de capital en compañías comparables del índice código SIC 331 ya empleado para el cálculo de la beta. De esta forma obtienen una ratio de financiación ajena sobre capital propio del 23,9%⁴⁸⁸.

* * *

465. Una vez introducidos los anteriores factores en la fórmula, el WACC que resulta es de 15,69%⁴⁸⁹.
466. Descontados los flujos anuales entre mayo de 2008 y diciembre de 2017, a la fecha de valoración, los peritos obtienen inicialmente un valor de 214 millones USD, al

⁴⁸¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 183.

⁴⁸² Abdala/Zadicoff I, párr. 183.

⁴⁸³ Abdala/Zadicoff I, párr. 184.

⁴⁸⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 185.

⁴⁸⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 187.

⁴⁸⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 189.

⁴⁸⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 189.

⁴⁸⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 190.

⁴⁸⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 191.

que hay que sumar el valor residual descontado, que asciende a 91,9 millones USD; en total 305,9 millones USD⁴⁹⁰. Y después de la modificación en el *capex*, que los peritos realizaron en su segundo informe, el valor se rebaja a 304,6 millones USD⁴⁹¹. A fecha de valoración, Tavsa no tenía ninguna deuda financiera por repagar⁴⁹², por lo que los peritos no realizan ningún cálculo adicional para determinar el valor.

467. Dado que Tenaris ostentaba un 70% de las participaciones de Tavsa, ha de aplicarse ese porcentaje al valor total, para así obtener el valor de su inversión: 213,2 millones USD⁴⁹³.

1.2 ENFOQUE DE MÚLTIPLOS DE MERCADO

468. Este enfoque consiste en localizar empresas comparables a Tavsa y obtener la media de los múltiplos de EV⁴⁹⁴/EBITDA⁴⁹⁵, EV/Ventas y EV/BVA⁴⁹⁶, a 30 de abril de 2008⁴⁹⁷.

469. Los expertos acudieron a dos fuentes para obtener datos comparables: el listado de fabricantes de tubos de acero elaborado por *Lloyd's Register Group Limited* y las compañías cotizadas en código SIC 3317 (tubos y ductos de acero), siempre que se dedicaran a la fabricación de tubos sin costuras y que cotizaran. La muestra se redujo a siete empresas⁴⁹⁸. Abdala/Zadicoff no ven ninguna dificultad conceptual en utilizar compañías que estén situadas fuera de Venezuela, puesto que lo que exige el enfoque de múltiplos de mercado es que las empresas de referencia tengan características económicas razonablemente similares a las de la empresa en cuestión y que estén expuestas a riesgos parecidos⁴⁹⁹.

470. Los datos que obtuvieron para los anteriores parámetros fueron⁵⁰⁰:

⁴⁹⁰ Abdala/Zadicoff I, Tabla III, p. 28.

⁴⁹¹ Abdala/Zadicoff II, párr. 59.

⁴⁹² Abdala/Zadicoff I, párr. 145.

⁴⁹³ Abdala/Zadicoff II, párr. 59.

⁴⁹⁴ Valor de Empresa (*Enterprise Value*).

⁴⁹⁵ Beneficio antes de intereses, impuestos depreciaciones y amortizaciones, por su acrónimo en inglés.

⁴⁹⁶ Valor contable de los activos (*Book value of assets*).

⁴⁹⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 65.

⁴⁹⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 193.

⁴⁹⁹ Abdala/Zadicoff II, párr. 109.

⁵⁰⁰ Abdala/Zadicoff I, Tabla V.

Name	Location	EV / EBITDA	EV / Sales	EV / BVA
<i>Multiples as of April 30, 2008</i>				
Anhui Tianda Oil Pipe Co.	Hong Kong	9.47	1.43	1.58
Sanyo Special Steel Co.	Japan	5.84	0.74	0.84
SC TMK-ARTROM S.A.	Romania	14.08	1.51	1.04
Tubos Reunidos S.A.	Spain	8.14	1.76	1.43
Vallourec S.A.	France	6.48	1.81	1.95
Tenaris S.A.	Argentina	10.27	3.47	2.28
Gandhi Special	India	4.43	1.80	2.20
<i>Median</i>		8.14x	1.76x	1.58x
<i>Average</i>		8.39x	1.79x	1.62x

471. Los anteriores múltiplos se aplican a las cifras de EBITDA y ventas de Tavsa a 31 de diciembre de 2007, y a las de BVA a 30 de abril de 2008⁵⁰¹.

La prima de control

472. Adicionalmente, los peritos aplican al anterior valor una corrección para reflejar la prima de control que la Demandante ostentan en Tavsa. Con una participación del 70%, la Demandante tenía la capacidad de influir en el devenir de la empresa y este control tiene un precio. Según los peritos, está suficientemente documentado en la literatura que cuando un comprador obtiene una posición de control en una empresa, paga por ello un precio superior al de mercado⁵⁰².

473. Los expertos han resumido en la siguiente tabla las cifras de prima de control que mencionan los autores más reputados⁵⁰³:

⁵⁰¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 66.

⁵⁰² Abdala/Zadicoff I, párr. 195.

⁵⁰³ Abdala/Zadicoff I, párr. 201.

Author	Control Premium
Rudenno (2009)	15% - 30%
Damodaran (2005)	15% - 20%
Hanouna, Sarin and Shapiro (2001) on Damodaran (2005)	20% - 30%
Barclay and Holderness (1989, 1991) on Damodaran (2005)	10%
Nicodano and Sembenelli (2000)	27%
Mikkelson and Regassa (1991) on Holderness(2003)	9.2%
Chang and Mayers (1995) on Holderness(2003)	13.6%
Dyck and Zingales (2004)	
Argentina	27%
Brazil	65%
Chile	18%
Colombia	27%
Mexico	34%
Peru	14%
Venezuela	27%

474. Los peritos han añadido datos empíricos de primas de control en países de América Latina. Y así llegan a la conclusión de que la prima de control adecuada en este caso asciende a un 27%. De esta forma, los datos que se obtienen a través del enfoque de múltiplos se han de multiplicar por 1,27⁵⁰⁴.

475. Las siguientes tablas resumen los resultados obtenidos⁵⁰⁵:

Valuation as of April 30, 2008 (US\$ millions)		
EV to Sales		
Tavsa's Sales Revenue	[a]	141.5
EV/Sales Ratio	[b]	1.8x
Tavsa's Enterprise Value	[c] = [a] x [b]	249.4
less Financial Debt	[d]	-
Tavsa's Implied Value of Equity	[e] = [c] - [d]	249.4
Control Premium	[f]	27%
Value of Equity for Controlling Stakes	[g] = [e] x [f]	316.8
Market Value of Equity to Claimants	[h] = [g] x 70%	221.8

Valuation as of April 30, 2008 (US\$ millions)		
EV to EBITDA		
Tavsa's EBITDA	[a]	31.3
EV/EBITDA Ratio	[b]	8.1x
Tavsa's Enterprise Value	[c] = [a] x [b]	254.9
less Financial Debt	[d]	-
Tavsa's Implied Value of Equity	[e] = [c] - [d]	254.9
Control Premium	[f]	27%
Value of Equity for Controlling Stakes	[g] = [e] x [f]	323.8
Market Value of Equity to Claimants	[h] = [g] x 70%	226.6

⁵⁰⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 202.

⁵⁰⁵ Abdala/Zadicoff I, Tablas VI, VII y VIII en pp. 34 y 35.

Valuation as of April 30, 2008 (US\$ millions)		
EV to Book Value of Assets		
Tavsa's BV of Assets	[a]	158.5
EV/Book Value of Assets Ratio	[b]	1.6x
Tavsa's Enterprise Value	[c] = [a] x [b]	251.0
less Financial Debt	[d]	-
Tavsa's Implied Value of Equity	[e] = [c] - [d]	251.0
Control Premium	[f]	27%
Value of Equity Adjusted for Control	[g] = [e] x [f]	318.8
Market Value of Equity to Claimants	[h] = [g] x 70%	223.2

476. El valor de la inversión de Tenaris en Tavsa se estima en 226,6 millones USD (EV/EBITDA)⁵⁰⁶, 221,8 millones USD (EV/Ventas)⁵⁰⁷ y 223,2 millones USD (EV/BVA)⁵⁰⁸ – en media 223,8 millones USD, a 30 de abril de 2008⁵⁰⁹.

2. EL VALOR SEGÚN LA DEMANDADA

477. El perito Hart les recrimina a los contra-peritos haberse decantado siempre por el escenario más optimista posible, en vez de buscar un enfoque más equilibrado, que representara las perspectivas de un comprador y un vendedor hipotéticos.

478. Hart critica los cálculos realizados por Abdala/Zadicoff bajo los dos enfoques: metodología DFC (1.) y múltiplos de mercado (2.). En su segundo informe, el perito añade la construcción de una nueva planta y la compra de acciones en otra empresa como referentes para calcular el valor de Tavsa (3.).

2.1 ENFOQUE DE DFC

479. El perito acepta el descuento de los flujos de caja como una metodología válida para valorar una empresa, pero está en desacuerdo con ciertas hipótesis asumidas por Abdala/Zadicoff.

480. La primera hipótesis con la que está en desacuerdo es la fecha de valoración, pero sobre este punto ya se ha pronunciado el Tribunal Arbitral, posicionándose con la Demandante: la fecha de valoración es el 30 de abril de 2008.

481. Aunque en sus primeros informes Hart centraba su crítica desde la perspectiva de una fecha de valoración a mayo de 2009, también realizó una valoración alternativa a abril de 2008 calculando la tasa de descuento a esa fecha. Y en la Audiencia y en el Informe Conjunto desarrolló su posición sobre el valor de Tavsa a abril de 2008. Sus puntos principales de desacuerdo con Abdala/Zadicoff se resumen a continuación:

⁵⁰⁶ Abdala/Zadicoff I, Tabla VI, p. 34.

⁵⁰⁷ Abdala/Zadicoff I, Tabla VII, p. 34.

⁵⁰⁸ Abdala/Zadicoff I, Tabla VIII, p. 35.

⁵⁰⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 68.

A. Ingresos

482. Hart rechaza las hipótesis que subyacen a los ingresos estimados por los contraperitos: se muestra crítico con las estimaciones de producción; y tampoco está de acuerdo con el precio que calculan Abdala/Zadicoff.

a. Producción

483. Hart se muestra sorprendido de que sus colegas hayan supuesto que Tavsa produciría por siempre al 90% de su capacidad y que nunca se encontraría con restricciones en la disponibilidad de insumos para alcanzar tal capacidad, dado que:

- En el año 1999 el grado de utilización era del 25%⁵¹⁰, hasta 2007 en media fue del 50%⁵¹¹;
- En su opinión, atribuir a los conflictos laborales la responsabilidad por no haber podido alcanzar históricamente una tasa de productividad del 90% y pretender que tales conflictos vayan a desaparecer en el futuro es muy ingenuo⁵¹², pues cualquier comprador hipotético habría tomado en consideración los potenciales conflictos laborales y su impacto en la producción⁵¹³: las dificultades laborales y fallas técnicas y operativas han sido frecuentes en la industria acerera venezolana⁵¹⁴; de hecho, en el contrato entre Tavsa y Sidor se hacía una mención a los posibles retrasos, fallas y omisiones debidas a huelgas, bloqueos y déficits energéticos⁵¹⁵.
- El contrato entre Tavsa y Sidor obligaba a éste a proveer un máximo de 90.000 toneladas al año de acero – asumir ventas que requieran cantidades superiores carecería de todo fundamento⁵¹⁶.

484. No obstante, el perito Hart reconoce que Tavsa aumentó su capacidad en 2005 de 65.000 a 80.000 toneladas, pero explica que lo logró a través de un incremento en los turnos de trabajo, que pasaron de 12 a 15, y añade que un aumento del número de turnos con la finalidad de aumentar la capacidad no es una solución viable y sostenible a largo plazo, pues lleva a un desgaste excesivo de los recursos⁵¹⁷ – de hecho, en 2007 ya se empezó a notar el efecto del desgaste, pues Tavsa tuvo que invertir millones de USD en reparaciones mecánicas⁵¹⁸.

⁵¹⁰ Hart I, imagen 8.1.

⁵¹¹ Hart I, párr. 164.

⁵¹² Hart II, párr. 131.

⁵¹³ Hart II, párr. 129.

⁵¹⁴ Hart I, párr. 165.

⁵¹⁵ Hart I, párr. 165.

⁵¹⁶ Hart I, párr. 169.

⁵¹⁷ Hart II, párr. 129.

⁵¹⁸ Hart II, párr. 130.

485. En el Informe Conjunto, el perito sugiere un nivel productivo anual de 50.748 toneladas de tubo⁵¹⁹.

b. Precio

486. El perito Hart advierte irregularidades en los cálculos realizados por Abdala/Zadicoff:

- Aplican una fórmula de precio que no llegó a pactarse⁵²⁰;
- Después se separan de la fórmula y utilizan otra referencia para los precios internacionales⁵²¹;
- Pero sólo utilizan esa referencia alternativa hasta 2013, después aumentan los precios a partir de las previsiones inflacionistas; mas no hay razón para mantener vigente la burbuja en los precios internacionales⁵²².

487. Hart cree que Abdala/Zadicoff aprovecharon que el precio de 2007 formaba parte de una burbuja para hacer una proyección a futuro inflada. Pero cualquier comprador hipotético habría entendido que en todo proyecto a largo plazo hay subidas y bajadas y habría previsto la posibilidad de que el precio bajara⁵²³; y en todo caso, el comprador habría tomado en consideración la trayectoria pasada del precio⁵²⁴.

488. En el Informe Conjunto, Hart hace una estimación a abril de 2008 utilizando las proyecciones de *Canaccord Adams* con una división 70/30 (la negociada entre PDVSA y Tavsa), a efectos de facilitar la comparación con la propuesta de Abdala/Zadicoff⁵²⁵.

B. Salidas de flujos

489. El perito agrupa su crítica en los siguientes grandes grupos.

a. Costes de mercadería vendida

490. El perito critica las estimaciones realizadas de contrario. Cree que el período de observación de datos es demasiado corto, pues abarca poco más de un año (enero 2007 – mayo 2008), cuando lo aceptable habría sido utilizar cinco años⁵²⁶. Y además señala que según para qué gastos, los peritos decidieron utilizar períodos más cortos, con la única finalidad de reducir los costos y así inflar los daños⁵²⁷. Por

⁵¹⁹ Informe Conjunto, párr. 7.

⁵²⁰ Hart I, párr. 178.

⁵²¹ Hart I, párr. 182.

⁵²² Hart I, párr. 183.

⁵²³ Hart II, párr. 141.

⁵²⁴ Hart II, párr. 152.

⁵²⁵ Informe Conjunto, párr. 23.

⁵²⁶ Hart I, párr. 187.

⁵²⁷ Hart I, párr. 188.

último, reclama que los contra-peritos hayan obviado directamente ciertos costes, como, por ejemplo, los gastos de mantenimiento y de reparaciones, que alcanzaban cierta magnitud en 2007⁵²⁸.

491. En su segundo informe, Hart revisó los datos de los costes incurridos en el período 2006 – 2008 y determinó que había una alta correlación entre el coste de los lingotes (input) y el precio de venta⁵²⁹; y así fue capaz de estimar que el margen bruto de Tavsa sería del 34% a partir de 2009⁵³⁰.

b. Costes de comercialización, generales y administrativos

492. Tavsa también incurre en costes fijos y semi-fijos relacionados con⁵³¹:

- Asistencia técnica: Hart no ve razones para rechazar la prórroga del contrato de asistencia técnica que vincula a Tavsa con Tamsa, tras su expiración inicial en 2008; y de no prorrogarlo, es posible que Tavsa también incurrirá en costes por interiorizar el servicio o buscar a otro tercero para que lo prestara⁵³².
- Gastos de comercialización: incluyen las provisiones por responsabilidades sociales, impuestos sobre la facturación y costes de transporte, mas no debería incluir los gastos extraordinarios, por estar ya contabilizados en los costes directos de producción. También entran los de transporte; sin embargo el perito no puede comprobar las cifras manejadas por Abdala/Zadicoff, pues no han probado que se correspondan con las tarifas realmente pagadas por el transporte⁵³³. En su segundo informe, Hart calcula que la media de las provisiones por responsabilidades sociales y de las comisiones entre 2006 y 2008 fue de 5,37% y 2%, respectivamente⁵³⁴.
- Gastos administrativos: Abdala/Zadicoff han tomado los costes de 2007 y los han proyectado aumentándolos en el IPC venezolano, pero el perito no entiende por qué no han realizado un análisis más extenso, abarcando un período más largo, ni han justificado que estos gastos guarden relación con el IPC⁵³⁵. En su segundo informe, Hart calcula la media de estos gastos entre 2006 y 2008 en 1,3 millones USD⁵³⁶.

c. Capex

493. Hart opina que las previsiones que hacen Abdala/Zadicoff no son realistas: no es posible que una planta que produce al tope de su capacidad no requiera de

⁵²⁸ Hart I, párr. 189.

⁵²⁹ Hart II, párr. 166.

⁵³⁰ Hart II, párr. 168.

⁵³¹ Hart I, párr. 193.

⁵³² Hart I, párr. 194.

⁵³³ Hart I, párr. 195.

⁵³⁴ Hart II, párrs. 171 y 172.

⁵³⁵ Hart I, párr. 196.

⁵³⁶ Hart II, párr. 174.

inversiones adicionales⁵³⁷, más allá de la amortización de sus activos fijos⁵³⁸; y además, es una realidad que los gastos de mantenimiento de una planta industrial tienden a crecer (no a disminuir) en el tiempo⁵³⁹.

494. El perito opina que, a la vista de los 7 millones USD dedicados a costes extraordinarios de reparaciones⁵⁴⁰, un comprador hipotético habría aumentado las inversiones a la cuantía necesaria para mantener el nivel de producción deseado (que, según los Abdala/Zadicoff es de 80.000 toneladas al año⁵⁴¹), sin necesidad de incurrir en reparaciones extraordinarias adicionales⁵⁴². Hart ha estimado las inversiones a partir de la media de 2006 – 2008 y las ha aumentado en la tasa de inflación hasta 2013⁵⁴³.

d. Cambios en el fondo de maniobra

495. Al perito no parecen resultarle fiables los datos calculados por Abdala/Zadicoff, que fijan la tesorería operativa en 10 días de ingresos. Tomando en consideración el tiempo necesario para convertir un ingreso en liquidez y las dificultades crediticias en 2008, Hart señala que la propuesta de los peritos de contrario resulta poco prudente⁵⁴⁴.

496. Añade Hart que 10 días de ingresos en 2007 equivaldrían a casi 4 millones USD. Dado que Tavsa contaba con cerca de 15 millones USD de tesorería, tendría un excedente de tesorería de 14 millones USD. El perito no sabe bien cómo reconciliar esta hipótesis con el hecho de que en 2008 Tavsa debía a Sidor cerca de 9 millones USD⁵⁴⁵.

497. En su segundo informe, Hart calcula la media de fondo de maniobra de 2006 – 2008 en un 34% y esta cifra le parece una estimación razonable hasta 2013⁵⁴⁶.

C. Tasa de Descuento

498. Hart obtiene el siguiente WACC de Tavsa, a 30 de abril de 2008:

	A 30 de abril de 2008 ⁵⁴⁷
Tasa libre de riesgo	4,5%
Prima de riesgo de mercado	6,2%
Beta	2,2
Prima de riesgo país	4,6%
Prima de tamaño	2,73%

⁵³⁷ Hart I, párr. 202.

⁵³⁸ Hart I, párr. 201.

⁵³⁹ Hart I, párr. 202.

⁵⁴⁰ Hart II, párr. 178.

⁵⁴¹ Hart II, párr. 177.

⁵⁴² Hart II, párr. 178.

⁵⁴³ Hart II, párr. 179.

⁵⁴⁴ Hart I, párr. 203.

⁵⁴⁵ Hart I, párr. 204.

⁵⁴⁶ Hart II, párr. 180.

⁵⁴⁷ Hart I, Anexo 7.

Coste de los fondos propios	25,45%
Coste de la deuda	10,4%
Tasa impositiva	34%
Coste de la deuda después de impuestos	6,86%
Deuda/Valor de la empresa	19,27%
Fondos propios/Valor de la empresa	80,73%
WACC	21,87%

499. El perito está en ligero desacuerdo con ciertas hipótesis de Abdala/Zadicoff, como por ejemplo la estructura de capital, mas acepta realizar su cálculo alternativo del WACC en conformidad con la propuesta de contrario; pero en otros casos está en radical desacuerdo y opta por nuevas hipótesis y nuevos cálculos. En esta sección, sólo se resumirán estos últimos casos:

a. Tasa libre de riesgo

500. Abdala/Zadicoff optan por equiparar la tasa libre de riesgo al rendimiento de los bonos del Estado de los EE.UU. a 10 años (y no al de los de 30 años), por ser los primeros más líquidos y menos sensibles a cambios inflacionistas, y este parecer lo sustentan en la opinión de otros autores. Pues bien, Hart dice haber consultado las fuentes citadas por los contra-peritos y haber hallado que en una edición más reciente tales fuentes cambian de opinión y se decantan por utilizar los bonos de mayor plazo⁵⁴⁸.

501. En todo caso, Hart muestra su preferencia por los bonos a 20 años, que asegura son los utilizados habitualmente en valoraciones, y son los que usa *Morningstar* para determinar la tasa libre de riesgo a largo plazo⁵⁴⁹ que, así calculada y a 30 de abril de 2008, se situaba en un 4,5%⁵⁵⁰.

b. Prima de riesgo de fondos propios

502. Los contra-peritos calculan la media geométrica de los datos históricos, basándose en la opinión de dos autores respetados. Hart asevera que las nuevas ediciones de los libros de tales autores reflejan que éstos se decantan por medias aritméticas⁵⁵¹. Utilizando la media aritmética, la prima de riesgo de fondos propios aumenta a un 6,2%⁵⁵².

c. Beta

503. Abdala/Zadicoff aplican a la beta el ajuste “*reversion-to-one*” que realiza *Bloomberg*. Pero Hart no está de acuerdo. El perito explica que este ajuste se

⁵⁴⁸ Hart I, párr. 247.

⁵⁴⁹ Hart I, párr. 248.

⁵⁵⁰ Hart I, párr. 249.

⁵⁵¹ Hart I, párrs. 251, 252 y 253.

⁵⁵² Hart I, párr. 255.

recomienda únicamente cuando resulte razonable aceptar que, a largo plazo, los productos de la empresa y sus clientes se diversificarán y por tanto, el riesgo de la empresa tenderá a confluir con el de mercado. Pero en el caso de Tavsa esta hipótesis no resulta razonable, porque no hay visos de que los productos que ofrecen vayan a cambiar, ni sus clientes a expandirse – más bien parece que todo se mantendrá como está⁵⁵³.

504. Lo anterior no quiere decir que Hart no abogue por ajustar la beta, pero prefiere el ajuste que realiza *Morningstar* para las empresas del código SIC 331 en marzo de 2008⁵⁵⁴, bajo la hipótesis de que la beta de una empresa, a largo plazo, tiende a aproximarse a la del grupo de compañías de referencia⁵⁵⁵:

Beta apalancada	2,25
Beta apalancada ajustada	2,17
Deuda/Fondos propios EE.UU.	0,239
Tasa impositiva EE.UU.	40%
Beta desapalancada	1,9
Estructura óptima de Deuda/Fondos propios	23,9%
Tasa impositiva Venezuela	34%
Beta	2,2

d. Prima de riesgo país

505. En el Informe Conjunto el perito Hart menciona que 4,6%, que es la prima sobre el “bono puro”, no necesariamente refleja todo el riesgo país. El experto estaría dispuesto a aceptar cualquier valor entre la prima sobre el bono puro hasta el 14,75%, que es la prima de riesgo país considerada en el laudo del caso *Tidewater*⁵⁵⁶.

e. Prima por tamaño

506. El perito Hart ve necesario realizar un ajuste por el tamaño, dado que las compañías comparables utilizadas para el cálculo de la beta eran de tamaño superior al de Tavsa⁵⁵⁷; en concreto, eran de tamaño medio (*Mid-cap*), cuando Tavsa se considera “*Micro-cap*”⁵⁵⁸. El diferencial entre la prima por tamaño *Mid-cap* y por tamaño *Micro-cap* es de 2,73%⁵⁵⁹.

* * *

⁵⁵³ Hart I, párr. 257.

⁵⁵⁴ Hart I, párr. 259.

⁵⁵⁵ Hart I, párr. 258.

⁵⁵⁶ Informe Conjunto, párr. 22.

⁵⁵⁷ Hart I, párr. 261.

⁵⁵⁸ Hart I, párr. 264.

⁵⁵⁹ Hart I, párr. 264.

507. Aplicadas las anteriores correcciones al modelo de descuento de flujos de caja resulta un valor de la participación de Tenaris en Tavsa a 30 de abril de 2008 de 36,9 millones USD, que resulta de sumarles a unos flujos descontados por importe de 44,8 millones USD, un valor residual de casi 8 millones USD, y aplicarle el factor del 70%⁵⁶⁰.

2.2 MÚLTIPLOS DE MERCADO

508. El perito también se pronuncia sobre el método subsidiario de estimación del valor de Tavsa, al que se refiere bajo el nombre “*guideline public company analysis*”⁵⁶¹.

509. Abdala/Zadicoff seleccionaron siete empresas comparables, pero Hart no cree que todas lo sean, porque entre ellas está Vallourec S.A. – una empresa que opera en todo el mundo y con ventas 6.000 veces mayores que las de Tavsa, lo que la descalifica como comparable⁵⁶².

510. Además, los contra-peritos no utilizaron datos homogéneos. Para algunas empresas tomaron el período de los doce meses anteriores al 31 de marzo de 2008: en otros, los datos incluidos en las cuentas anuales cerradas a 31 de diciembre de 2007. Para la determinación del nivel de deuda, los datos a 30 de junio de 2008⁵⁶³.

511. El siguiente paso a seguir, de acuerdo con este método, debía ser la normalización de los estados financieros tanto de las empresas comparables como de la empresa en cuestión. Pero Hart asevera que los peritos de contrario no realizaron tal normalización, algo totalmente impropio, porque un comprador hipotético no se habría limitado a evaluar un único año de ventas, y menos el 2007, que presentaba una ventas muy elevadas⁵⁶⁴.

512. De las cuatro ratios que los contra-peritos han elegido, Hart observa que⁵⁶⁵:

- EV/ventas es una ratio cuyo uso no es recomendable, salvo en el caso de empresas de poca trayectoria sin capacidad para generar flujos de caja positivos;
- EV/BVA es una ratio que suele medirse utilizando el valor en libros de la empresa, no de los activos.

513. Por último, el perito está en desacuerdo con el 27% de prima de control. En primer lugar, Hart cuestiona que, en una compañía gestionada correctamente, debiera haber una diferencia en el valor de las participaciones mayoritarias frente al de las

⁵⁶⁰ Informe Conjunto, Hoja de cálculo Tavsa 2008, seleccionando todos los valores a favor de Credibility, aplicando la prima de riesgo país del laudo *Tidewater*; si se aplicara la del laudo *Tidewater* el valor se reduciría a 29,5 millones USD.

⁵⁶¹ Hart I, párr. 208.

⁵⁶² Hart I, párr. 211.

⁵⁶³ Hart I, párr. 212.

⁵⁶⁴ Hart I, párr. 213.

⁵⁶⁵ Hart I, párr. 214.

minoritarias⁵⁶⁶. Y en segundo lugar, el perito asevera que no cabe utilizar una prima de control genérica, sino que su cuantificación debe atender a los hechos y circunstancias específicas de la compañía en cuestión, su sector, país y economía global⁵⁶⁷; mas en este caso los contra-peritos simplemente han tomado la prima de control mencionada en un estudio basado en cuatro adquisiciones en Venezuela en sectores no especificados⁵⁶⁸.

2.3 OTROS INDICATIVOS DE VALOR

514. Hart se refiere a la nueva planta construida por Tenaris en México y la compra de una participación mayoritaria en una planta en Indonesia. Ambas operaciones demostrarían que el valor propuesto por Hart de 43,3 millones USD es el ajustado a la realidad⁵⁶⁹.

Nueva planta en México

515. En septiembre de 2008 Tenaris anunció la construcción de una planta de tubos sin costura en México, con una capacidad de 450.000 toneladas al año (Tavsa tiene un 14% de esa capacidad) y un coste de 850 millones USD⁵⁷⁰. Aplicadas estas cifras a Tavsa, resultaría que el 70% de su valor, construida de nuevas, alcanzaría 85,9 millones USD. Pero aún habría que aplicar un corrector que reflejara el estado actual de Tavsa, que puede situarse entre un 25% y un 50%, y por tanto, el valor sería entre 43 y 64,5 millones USD⁵⁷¹.

Transacción en Indonesia

516. En febrero de 2009 Tenaris adquirió el 77,45% del accionariado en una empresa de fábrica de tubos sin costura en Indonesia. La empresa tiene una capacidad anual de 12.000 toneladas y el precio pagado fue de 93,6 millones USD. Extrapolando estas cifras a Tavsa, resultaría un valor por el 70% de 35,5 millones USD⁵⁷².

* * *

517. Por último, el perito Hart llama a la siguiente reflexión: Tamsa pagó 11,7 millones USD en 1999 por el 70% de Tavsa e invirtió en la empresa y gastó en mantenimiento 41,9 millones USD. De otro lado se embolsó por el contrato de asistencia técnica y por comisiones 32 millones USD⁵⁷³. Es decir, que si el Tribunal Arbitral condenara a una compensación en torno a las cifras que reclaman las Demandantes, éstas estarían obteniendo un retorno a su inversión de entre un 400 y un 500%⁵⁷⁴.

⁵⁶⁶ Hart I, párr. 240.

⁵⁶⁷ Hart I, párr. 242.

⁵⁶⁸ Hart I, párr. 241.

⁵⁶⁹ Hart II, párr. 197.

⁵⁷⁰ Hart II, párr. 195.

⁵⁷¹ Hart II, párr. 195.

⁵⁷² Hart II, párr. 196.

⁵⁷³ Hart II, párr. 217.

⁵⁷⁴ Hart II, párr. 218.

3. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

518. A pesar de que ambos peritos aceptan que el valor de Tavsá se debe calcular a través de una metodología de DFC (**1.**), el Tribunal Arbitral también se pronunciará sobre otros enfoques propuestos, a efectos comparativos (**2.**).

3.1 EL DFC

519. En el caso de la compensación por la expropiación de Tavsá, los peritos están de acuerdo en que la mejor forma de calcularla es aplicando el método de flujos de caja descontados.

520. La Audiencia esclareció que los puntos de divergencia de los expertos en el cálculo del valor se centraban realmente en cuatro⁵⁷⁵ – si bien de gran trascendencia todos ellos: la producción de tubos (**A.**), el precio de los tubos (**B.**), ciertos costes (**C.**) y el WACC (**D.**).

521. Al final de la Audiencia, el Tribunal Arbitral pidió a los peritos de ambas Partes que hicieran el siguiente ejercicio conjunto, en la medida de lo posible⁵⁷⁶: habían de preparar una hoja de cálculo en la que el Tribunal Arbitral pudiera elegir, a modo de desplegable, entre las dos posturas enfrentadas en cada hipótesis debatida (o incluso, optar por una tercera opción) y en la que, según las opciones elegidas por el Tribunal, el valor de Tavsá se recalculara automáticamente⁵⁷⁷. El Tribunal Arbitral también invitó a los expertos a resumir en un breve informe las razones de su divergencia. Los peritos dieron cumplimiento a este requerimiento a través del llamado Informe Conjunto⁵⁷⁸.

522. A continuación, el Tribunal Arbitral va a tomar una decisión sobre cada uno de los cuatro puntos de divergencia.

A. La producción de tubos

523. Se trata aquí de determinar, poniéndose en la situación de un comprador hipotético en abril de 2008, cuál es la cantidad de tubos que se estima que Tavsá podría producir en el futuro, de entre las dos opciones propuestas por los peritos (**a.**). Y, de decantarse el Tribunal por la más baja, si han de ajustarse o no los costes laborales (**b.**).

⁵⁷⁵ El Tribunal Arbitral es consciente de que los peritos discrepan en más aspectos, pero los que explican la práctica totalidad de la diferencia de valor se concentran en cuatro y son los únicos que el Tribunal Arbitral, en aras de una mayor eficiencia, va a tratar a continuación.

⁵⁷⁶ T., pp. 1228:13–1229:13.

⁵⁷⁷ El ejercicio debía realizarse por partida doble: para la fecha de valoración a abril de 2008 y también a mayo de 2009. Dado que el Tribunal Arbitral ya ha decidido que la fecha de valoración ha de ser abril de 2008, en esta sección del Laudo el Tribunal Arbitral se va a referir únicamente a los cálculos relevantes para esa fecha de valoración.

⁵⁷⁸ Informe Conjunto.

a. Producción anual

524. Las dos opciones barajadas por los peritos son 72.000 ó 50.748 toneladas de tubos al año:

- La cifra de 72.000 defendida por la Demandante parte de la base de que Tavsa trabajaría en el futuro a su capacidad productiva máxima (80.000 toneladas de tubo al año), con una utilidad del 90%, lo que arroja 72.000 toneladas al año. Estos habían sido las cifras de producción estimadas por la dirección de Tavsa para el año 2008/2009⁵⁷⁹.
- La cuantía de 50.748 estimada por la Demandada, proviene de un promedio de la producción de los últimos tres años⁵⁸⁰.

525. El Tribunal Arbitral opina que es más probable que un comprador hipotético hubiera rechazado la estimación de la Demandante y hubiera preferido la de la Demandada:

526. La proyección de 72.000 toneladas al año únicamente encuentra apoyo en el presupuesto elaborado por la gerencia de Tavsa para 2008/2009. El Tribunal Arbitral no cree que un hipotético comprador le hubiera atribuido excesiva credibilidad a esta estimación, debido a que:

- Las estimaciones de la gerencia de Tavsa no solían ser muy acertadas; así, por ejemplo, en el presupuesto de 2007/2008 presupuestaron 80.860 toneladas al año, de las cuales realmente sólo produjeron la mitad (43.250 toneladas)⁵⁸¹.
- Aunque desde el año 2002 el nivel productivo había ido en aumento, la producción máxima histórica se alcanzó en 2007 con 55.189 toneladas⁵⁸² – lejos, pues, de las 72.000 ahora proyectadas; Abdala/Zadicoff han asegurado que al momento de la expropiación Tavsa producía 80.000 toneladas de tubos al año⁵⁸³, mas el perito Hart ha aseverado que tal cifra nunca llegó a alcanzarse⁵⁸⁴. Abdala/Zadicoff han remitido a los estados financieros de 2007 como prueba, el Tribunal los ha revisado y ha hallado que la producción de 2007 fue de 55.189 toneladas⁵⁸⁵, cifra que, lejos de probar la fiabilidad de las 72.000 toneladas estimadas, la refuta.
- Y Tavsa tampoco logró nunca obtener una utilización del 90%; de hecho la máxima observada históricamente fue del 75% en 2005⁵⁸⁶.

⁵⁷⁹ CLEX-36.

⁵⁸⁰ Informe Conjunto. Tavsa 2008 Joint Model, Revenues, Credibility.

⁵⁸¹ CLEX-36, p. 47.

⁵⁸² H 3, diapositiva 11. Abdala/Zadicoff I, párr. 91.

⁵⁸³ Abdala/Zadicoff I, párr. 123.

⁵⁸⁴ H 4, diapositiva 16.

⁵⁸⁵ CLEX-8, p. 201.

⁵⁸⁶ Abdala/Zadicoff I, p. 49.

527. En cambio, la propuesta de 50.748 toneladas anuales tiene una base muy sólida: es el promedio de la producción real de los últimos tres años. Un comprador hipotético se habría decantado por proyectar un nivel productivo que estuviera en la línea de la producción alcanzada en el pasado, y hubiera desdeñado, como puramente especulativas, las estimaciones de la Demandante.

Contra-argumentos de la Demandante

528. (i) La Demandante ha señalado a los conflictos laborales del pasado como la causa de la baja producción experimentada; conflictos que desaparecieron en 2008 al alcanzar Tavsá un acuerdo con los sindicatos⁵⁸⁷.

529. El argumento no convence, porque las dificultades con los trabajadores marcaron el año 2006 y quizá justificarían que en ese año la producción quedara limitada a 56.700 toneladas⁵⁸⁸; pero no explica la baja producción del resto de los años, que está lejos de alcanzar las 72.000 toneladas anuales que la dirección de Tavsá proyecta hacia el futuro. Y los peritos no han identificado ninguna mejora productiva introducida en 2008 que pudiera justificar el súbito incremento productivo.

530. (ii) Los peritos de la Demandante han mencionado también que PDVSA había hecho pública su intención de sustituir las importaciones de tubo por tubos de fabricación nacional⁵⁸⁹. Efectivamente, PDVSA había manifestado en una presentación fechada a octubre de 2007⁵⁹⁰ su intención de duplicar el consumo de insumos en el sector petrolero y de recortar las importaciones para favorecer el abastecimiento local, que aumentaría hasta un 70% (frente al 41% existente en aquel momento)⁵⁹¹.

531. La manifestación de PDVSA se encuentra recogida en una presentación de diapositivas, en la que el aumento de las compras nacionales del 41% al 70% se califica como un “reto” y un “objetivo a alcanzar mediante políticas públicas adecuadas”. La presentación no define cuáles han de ser estas políticas y no constituye un compromiso firme de abastecimiento. La presentación de PDVSA es demasiado genérica para convencer a un comprador hipotético de que el aumento en la producción proyectado por la Demandante era factible y de que todo el incremento de producción fuera a encontrar como comprador a PDVSA.

b. Ajuste del coste laboral

532. Por último, la Demandante sostiene que, de aceptarse un nivel productivo anual por debajo de las 72.000 toneladas, habría que aplicar una rebaja en los costes salariales, reajustando la plantilla a la nueva producción estimada⁵⁹². En concreto, de situarse

⁵⁸⁷ Abdala/Zadicoff II, párr. 26.

⁵⁸⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 26.

⁵⁸⁹ H 3, diapositiva 7.

⁵⁹⁰ CLEX-84.

⁵⁹¹ CLEX-84, p. 26. T., p. 920.

⁵⁹² Informe Conjunto, párr. 8.

el nivel productivo en 50.748 toneladas, como propone la Demandada, el coste laboral debería reducirse, proporcionalmente, en un 30%⁵⁹³.

533. El Tribunal Arbitral comprueba que el ajuste propuesto es correcto⁵⁹⁴, que en el modelo de flujos de caja el ajuste sólo se ha de aplicar a la parte variable del coste de personal (el que está en función de la producción), y que la Demandante ha considerado que el 50% del coste de personal es variable; todas las hipótesis parecen razonables.
534. En consecuencia, el Tribunal Arbitral decide aplicar el ajuste del 30% sobre el coste variable de personal.

* * *

535. En conclusión, el Tribunal Arbitral ha aceptado que la estimación razonable de la producción anual futura de tubos sea de 50.748 toneladas, como sugiere la Demandada; pero también ha aceptado que los costes de personal variables se disminuyan proporcionalmente, como solicita la Demandante.

B. El precio de tubos

536. El siguiente aspecto a determinar es cómo ha de estimarse el precio de los tubos **(a.)** y después de decidida la fórmula de cálculo, cuál ha de ser un parámetro concreto dentro de esa fórmula **(b.)**.

a. Fórmula del precio

537. Los peritos de ambas Partes discrepan en cuanto a la forma en la que ha de estimarse el precio futuro:
- La Demandante entiende que debe aplicarse la fórmula que Tavsa estaba negociando con PDVSA al momento de la expropiación;
 - La Demandada, por el contrario, cree que como la fórmula no había llegado a acordarse, no debe tenerse en cuenta, y aboga por utilizar la media de los precios históricos, aumentada en el IPC.
538. El Tribunal es de la opinión de que la cuestión no es tanto si la fórmula que se estaba negociando con PDVSA estaba o no acordada, como cuál habría de ser, a los ojos de un hipotético comprador, el mejor indicativo del precio futuro de los tubos. Dado que PDVSA era el único cliente de Tavsa en el momento de la expropiación y ninguno de los peritos ha apuntado a razones que hicieran pensar que esto fuera a cambiar, lo razonable sería suponer que el precio futuro habría de ser aquél que se fijara con PDVSA.
539. De nuevo, lo más sensato es conjeturar que PDVSA y Tavsa aplicarían en el futuro la fórmula de precios que estaban negociando en ese momento, porque PDVSA,

⁵⁹³ Informe Conjunto, párr. 8. Tavsa 2008 Joint Model, Summary Table, Labor Size Reduction.

⁵⁹⁴ $(72.000 - 50.748)/72.000$.

como único cliente, gozaba de amplio poder de negociación, y la fórmula negociada le beneficiaba, pues apaciguaba su preocupación de que el precio se viera impulsado por la tendencia alcista de los mercados internacionales (de hecho, pocos meses tras producirse la expropiación, Tavsa y PDVSA pactaron la nueva fórmula).

540. En cambio, no hay ninguna base para presumir que en un futuro Tavsa y PDVSA alterarían completamente la fórmula de cálculo y acordarían una fórmula basada en la media del precio pagado entre 2006 y 2008, aumentado por la inflación, como sugiere la Demandada⁵⁹⁵.

b. La referencia al precio internacional

541. El Tribunal Arbitral decide, por tanto, que la fórmula para la fijación del precio futuro sea aquélla que Tavsa estaba negociando con PDVSA al momento de su expropiación. *Pro memoria*, la fórmula es la siguiente:

$$P_t = 30\% \times P_{t-1} + 70\% \times P_{t-1} \times \left[\frac{PPL_{t-1}}{PPL_{t-2}} \right]$$

Donde

P_t es el precio en el mes t

P_{t-1} es el precio en el mes $t-1$

PPL_{t-1} es el precio de referencia publicado por Pipe Logix para el mes $t-1$

PPL_{t-2} es el precio de referencia publicado por Pipe Logix para el mes $t-2$

542. La fórmula establece que el precio de referencia internacional (que va ponderado al 70%) sea el publicado por *Pipe Logix*; pero *Pipe Logix*, que es un índice que muestrea las ventas globales de tubos sin costura⁵⁹⁶, únicamente hace proyecciones de precios a un año vista, por lo que no es válida para realizar proyecciones de precio a un futuro más largo.
543. Resulta, pues, necesario sustituir la referencia internacional a *Pipe Logix* por otro índice. En este punto los peritos se enzarzan en un debate sobre cuál es el mejor sustituto:
- La Demandante sugiere la proyección de precios del HRC (componente principal de los tubos de acero sin costura) que publica el *Metal Bulletin Research*; mientras que
 - la Demandada⁵⁹⁷ opina que sería mejor utilizar los precios del HRC publicados por *Canaccord*.
544. Para decidir entre ambas proyecciones de precios, el perito de la Demandada ha invocado las recomendaciones de la *Society for Mining, Metallurgy and Exploration*, contenidas en una carta dirigida a la *Securities and Exchange*

⁵⁹⁵ Hart II, párr. 158.

⁵⁹⁶ T., p. 834.

⁵⁹⁷ En su postura subsidiaria, pues la principal es que el precio se determine como media histórica aumentada en el IPC.

Commission de los Estados Unidos⁵⁹⁸. En esta carta dicha sociedad recomienda que los precios de materias primas se estimen tomando como base las proyecciones a corto y largo plazo que maneje la dirección de la empresa (i.), y exige a toda “persona competente” que compruebe que dichas proyecciones estén alineadas con los precios históricos o con contratos comerciales (ii.)⁵⁹⁹.

(i) Las proyecciones de la dirección

545. En este caso ambas Partes están de acuerdo en que Tavsá utilizó los precios proyectados por el *Metal Bulletin Research* como base para elaborar sus propias estimaciones de precios futuros⁶⁰⁰.

546. No hay ninguna prueba de que la dirección de Tavsá hubiera recurrido nunca a los precios publicados por *Canaccord* para realizar estimaciones futuras⁶⁰¹.

(ii) Los acuerdos comerciales

547. La guía de valoración de la *Society for Mining, Metallurgy and Exploration* apunta también a los precios que figuren en acuerdos comerciales, como indicativos de la bondad de la estimación futura.

548. La Demandante ha aportado un contrato histórico (de 1997) entre Sidor y CVG Tubos (la antecesora de Tavsá)⁶⁰² en el que el *Metal Bulletin* viene definido de la siguiente forma:

“Prestigiosa revista de publicación semanal en los Estados Unidos de América, especializada en el comportamiento del mercado global de productos siderúrgicos. *Metal Bulletin* se utiliza ampliamente como referencia válida, a los fines de determinar y proyectar los precios de los productos siderúrgicos”.

549. Y en el contrato a largo plazo entre Comsigua y Tamsa para el suministro de HBC⁶⁰³ el precio viene referenciado a la modificación de precios de tres materias primas, de acuerdo con el *Metal Bulletin*⁶⁰⁴.

550. La Demandada, sin embargo, no ha aportado ningún contrato comercial que mencione a *Canaccord Adams*⁶⁰⁵.

⁵⁹⁸ CRED-44.

⁵⁹⁹ Hart I, párr. 125: “*Commodity prices used for the determination of Mineral Reserves should be based on forward-looking estimates reflecting management’s reasonable short- and long-term expectations as supported by available evidence. The basis for the selected prices must be justified and supported by appropriate documentation. The Competent Person must ascertain that these prices are consistent with historical prices or with sales agreements and marketing determinations*”.

⁶⁰⁰ T., p. 1171.

⁶⁰¹ T., pp. 1176 y 1177.

⁶⁰² CLEX-12.

⁶⁰³ CLEX-16.

⁶⁰⁴ Art. 3.1 sobre el precio fijo por tonelada.

⁶⁰⁵ T., pp. 1176 y 1177.

* * *

551. En definitiva, tanto las proyecciones de la dirección de Tavsa, como los acuerdos comerciales históricos, vienen a avalar la fiabilidad de las estimaciones de precios publicadas por el *Metal Bulletin Research*.

Contra-argumento de la Demandada

552. El perito Hart ha argumentado que la proyección realizada por *Cannacord Adams* se asemeja más a los precios históricos y que por ello debe ser preferida.

553. El Tribunal Arbitral no está de acuerdo.

554. La premisa que debe validarse ha de plantearse en los siguientes términos: ¿un comprador hipotético que decidiera hacer sus proyecciones del precio futuro en base al precio histórico percibiría las proyecciones de *Cannacord Adams* o las del *Metal Bulletin Research* como más fiables?

555. En opinión del Tribunal Arbitral, la respuesta se decanta a favor del *Metal Bulletin Research*, porque en los apartados anteriores ya se ha comprobado que es una publicación de referencia en el sector, mientras que *Cannacord Adams* es un banco de inversión que publica precios de la industria metalúrgica, así como también de otras industrias⁶⁰⁶, y fue elegido por el perito Hart porque éste conocía informes publicados en el pasado y le parecían “buenos e informativos”⁶⁰⁷. El perito Hart no ha logrado convencer al Tribunal Arbitral de que, con independencia de su fiabilidad predictiva, *Canaccord Adams* fuera una publicación de referencia de precios para un hipotético comprador.

C. Las salidas de flujos

556. Bajo esta categoría el Tribunal debe determinar cuál es la proyección más fiable de *opex* (a.), *capex* y amortizaciones (b.), fondo de maniobra (c.) y sobre la existencia o no de un contrato de asistencia técnica (d.).

a. *Opex*⁶⁰⁸

557. Los peritos de la Demandante calculan el *opex* tomando los costes de 2007⁶⁰⁹ y ajustándolos de acuerdo con las predicciones inflacionistas.

558. El perito Hart está en desacuerdo con este proceder porque, comparado con la media histórica, los costes proyectados por Abdala/Zadicoff son muy inferiores. Durante la Audiencia, Hart argumentó que el margen bruto de Tavsa entre 2002 y 2008 se movió entre un 20% en 2002, aumentando año a año, con un pico en 2006 que alcanzó un 45% y después descendió hasta el 20% en 2008; la media se situaría en un 35%, mientras que el margen que resulta de las proyecciones de costes de

⁶⁰⁶ T., pp. 1175 y 1176.

⁶⁰⁷ T., p. 1176.

⁶⁰⁸ No incluye el coste del acero.

⁶⁰⁹ Tavsa 2008, Joint Model, Compass Lexicon.

Abdala/Zadicoff supera el 45%⁶¹⁰. La sugerencia de Hart es tomar la media de los *opex* entre 2005 y 2007⁶¹¹ y aumentarla cada año en la previsión del IPP estadounidense⁶¹².

559. La metodología empleada por los peritos es similar, puesto que ambos aumentan los costos del año anterior por la inflación. La diferencia radica en el punto de partida – los costos para 2008:

- La Demandante los obtiene aumentando en la inflación los costos del año anterior, mientras que
- la Demandada calcula la media de los últimos tres años.

560. Si la proyección consiste en aumentar los costos del año anterior, el Tribunal Arbitral no ve razones para desviarse de este planteamiento (toda vez que los costes de Tavsa se comportan de forma estable en el tiempo⁶¹³) en lo que respecta al año 2008: éste se calculará también aumentando el coste de 2007 por la inflación.

561. El Tribunal Arbitral acepta, pues, calcular el *opex* en la forma propuesta por la Demandante.

b. Capex

562. Las posiciones de los peritos son las siguientes:

- Abdala/Zadicoff calculan las amortizaciones del año 2008 a partir del activo depreciable en 2007⁶¹⁴ y las amortizaciones del siguiente año en base a las del anterior; finalmente, el *capex* lo igualan a la amortización de cada año⁶¹⁵, en línea con la hipótesis de que Tavsa no va a realizar inversiones adicionales.
- Hart, sin embargo, calcula el promedio histórico del *capex* de 2006 y 2007, le aplica el IPP y así estima el *capex* de 2008, y a partir de ese *capex* calcula las amortizaciones⁶¹⁶.

563. El Tribunal Arbitral estima que ambas hipótesis son plausibles y ninguna es incorrecta. Pero el Tribunal Arbitral debe decantarse por una (si bien advierte desde ya que la decisión que tome no va a tener un impacto significativo en el valor de Tavsa).

564. El Tribunal se decanta por el enfoque adoptado por la Demandante, que encuentra apoyo en la opinión del Prof. Damodaran – toda una institución en la valoración de

⁶¹⁰ H 4, diapositiva 18. Los números son aproximados.

⁶¹¹ Tavsa 2008 Joint Model, Credibility Opex.

⁶¹² Tavsa 2008 Joint Model, Production and Commercial Costs, Credibility.

⁶¹³ T, p. 1008 (en referencia a márgenes estables).

⁶¹⁴ Aunque el año 2007 fue un ejercicio con resultados extraordinarios, no tiene impacto sobre la amortización.

⁶¹⁵ Tavsa 2008 Joint Model, Capex & Depreciations, FCF.

⁶¹⁶ Tavsa 2008 Joint Model, Capex & Depreciations, FCF.

activos, y a la que los peritos de ambas Partes hacen constante referencia. El Prof. Damodaran establece que en proyectos de duración indefinida (como es el caso) el *capex* debe aproximarse a la depreciación⁶¹⁷. En la propuesta de la Demandante esto se cumple a la perfección; en la de la Demandada, sin embargo, no es así: desde 2008 a 2010 la amortización supera al *capex*, aunque se van aproximando y a partir de 2011 es al revés – el *capex* supera la amortización cada vez más⁶¹⁸.

565. En definitiva, el Tribunal Arbitral opta por la propuesta de la Demandante.

c. Fondo de maniobra

566. Los peritos de ambas Partes han adoptado criterios muy distintos para calcular el fondo de maniobra:

- Abdala/Zadicoff han determinado cuáles han de ser los cocientes razonables (medidos en días) de las variables que componen el fondo de maniobra; y después han aplicado estos cocientes a las cifras estimadas de ingresos y de costes para así obtener las cifras finales del fondo de maniobra⁶¹⁹;
- Hart no ha basado el cociente razonable en su pericia, sino que ha calculado la media del cociente entre el fondo de maniobra y los ingresos experimentados en los años 2005 a 2007, que es 31%, y ha aplicado este 31% a los ingresos estimados para cada año, para así obtener el fondo de maniobra⁶²⁰.

567. El Tribunal Arbitral opina que las hipótesis manejadas por Abdala/Zadicoff son arriesgadas y los datos históricos demuestran que el fondo de maniobra de Tavsá era más conservador. A continuación se muestra una comparativa, entre la propuesta de la Demandante y los datos históricos, para las magnitudes fundamentales⁶²¹ en la determinación del fondo de maniobra⁶²²:

- Disponible (*cash and equivalents*): el promedio del cociente entre disponible frente a ingresos (medido en días), de todos los datos históricos es 35 días⁶²³; sin embargo la Demandante ha tomado como referencia para el cálculo del fondo de maniobra⁶²⁴, 10 días;

⁶¹⁷ “As a simple rule of thumb, when projects have infinite life, the capital maintenance expenditures should approach depreciation”. Cf. Damodaran, Aswath: Supporting Material to “Corporate Finance: Theory and Practice”, Wiley, 2nd ed., 2001, disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/CF2E.htm (Cf. apartado “3. Derivations and Discussion” del “Chapter 9: Estimating Earnings and Cashflows on Projects”).

⁶¹⁸ Tavsá 2008 Joint Model, Capex & Depreciations, FCF.

⁶¹⁹ Tavsá 2008 Joint Model, Working Capital, Compass Lexecon.

⁶²⁰ Tavsá 2008 Joint Model, Working Capital, Credibility.

⁶²¹ Según la denominación clásica contable.

⁶²² Tavsá 2008 Joint Model, Working Capital.

⁶²³ = [64,6 (1999) + 14,4 (2000) + 20,3 (2001) + 34,9 (2002) + 83,1 (2003) + 9,7 (2004) + 5,5 (2005) + 44,5 (2006) + 39,6 (2007) / 9 años].

⁶²⁴ Tavsá 2008 Joint Model, Working Capital.

- Exigible (*accounts receivable*): de forma similar, el promedio del cociente exigible/ingresos es 95 días⁶²⁵, en tanto que la Demandante ha tomado 70;
- Realizable (*inventories*): aquí el promedio del cociente entre realizable y coste de mercadería vendida es 140⁶²⁶ y la referencia utilizada por la Demandante es 100;
- Gastos a distribuir en varios ejercicios (*prepaid expenses in other current assets*): el promedio del cociente entre estos gastos y el coste de mercadería vendida es 4⁶²⁷ y la cifra tomada 1;
- Deudas generales (*accounts payable*): el promedio del cociente deudas generales/costes totales es 109 días⁶²⁸ y la Demandante ha optado por tomar 70;
- Deudas con los trabajadores (*debts to staff*): el promedio del cociente deudas con los trabajadores/costes totales es 6,1 días⁶²⁹, mientras que la Demandante ha utilizado 5.

568. El Tribunal Arbitral cree que un comprador hipotético habría analizado el comportamiento histórico de Tavsa y habría descartado las hipótesis de la Demandante en el cálculo del fondo de maniobra, por resultar excesivamente osadas.

569. Por lo tanto, el Tribunal Arbitral se decanta por la opción del perito Hart en el cálculo del fondo de maniobra, que está en consonancia con los datos históricos.

d. Contrato de asistencia técnica

570. La Demandante ha presupuesto que, al término del contrato de asistencia técnica que vinculaba a Tavsa y Tamsa, las partes no lo habrían renovado, pues tras un período de 10 años Tavsa estaría en situación de poderse gestionar técnicamente por sí misma⁶³⁰.

571. Hart, por el contrario, opina que este coste siempre existiría, porque alguien debía asumir la asistencia técnica y ser remunerado por ello⁶³¹.

572. La postura de la Demandada parece más convincente y congruente con otras hipótesis del modelo, como la de la duración indefinida de Tavsa: para validar la

⁶²⁵ = [213 (1999) + 69,4 (2000) + 63,8 (2001) + 65,9 (2002) + 131,2 (2003) + 105,8 (2004) + 80,1 (2005) + 60,7 (2006) + 64,1 (2007) / 9 años].

⁶²⁶ = [223,2 (1999) + 124,9 (2000) + 155,5 (2001) + 216,2 (2002) + 136,2 (2003) + 100,7 (2004) + 90,5 (2005) + 104,9 (2006) + 112,1 (2007) / 9 años].

⁶²⁷ = [0,8 (1999) + 25,9 (2000) + 1,7 (2001) + 3,7 (2002) + 0,2 (2003) + 0,8 (2004) + 0,8 (2005) + 0,1 (2006) + 0,8 (2007) / 9 años].

⁶²⁸ = [193,4 (1999) + 175,7 (2000) + 76,6 (2001) + 117,3 (2002) + 174,5 (2003) + 56,6 (2004) + 35,7 (2005) + 75 (2006) + 77 (2007) / 9 años].

⁶²⁹ = [6,2 (1999) + 8,4 (2000) + 6 (2001) + 9,4 (2002) + 8,1 (2003) + 5,4 (2004) + 4,8 (2005) + 3,3 (2006) + 3,3 (2007) / 9 años].

⁶³⁰ Abdala/Zadicoff II, párr. 50.

⁶³¹ Hart I, párr. 194.

asunción de que Tavsa es una empresa de duración indefinida, el Tribunal Arbitral debe estar convencido de que no entrará en obsolescencia técnica. Hasta 2008 la innovación técnica la proveía Tamsa, y a partir de esa fecha Tavsa o bien la obtiene de otra empresa o dedica recursos propios a tareas de I+D.

573. Pero lo que la Demandante sugiere es que Tavsa sea técnicamente competitiva sin asumir ningún coste destinado a la innovación tecnológica y esto es una hipótesis que el Tribunal Arbitral no puede validar.
574. Por lo tanto, el Tribunal Arbitral acepta la hipótesis de la Demandada, de que a partir de 2009 Tavsa habría de destinar a asistencia técnica un monto equivalente al que desembolsaba por el contrato con Tamsa: 3% de los ingresos.

Pedido subsidiario

575. Los peritos Abdala/Zadicoff han planteado, como posición subsidiaria, en el caso de que el Tribunal Arbitral incluyera un gasto por asistencia técnica, una reclamación separada en nombre de Tamsa.
576. Parece que el argumento de los peritos es el siguiente: si se acepta la hipótesis de que Tavsa continuaba pagando por la asistencia técnica, sus flujos de caja quedarían minorados; pero del otro lado Tamsa dejaría de percibir los ingresos del contrato de asistencia técnica. La conclusión sería que entonces Tamsa debe tener derecho a obtener una indemnización por estos ingresos no percibidos.
577. El argumento es un *non sequitur*: el ejercicio a realizar es determinar el valor de Tavsa y en ese ejercicio el Tribunal Arbitral validará las hipótesis que resulten realistas – nada influye en este ejercicio el devenir de otra empresa como Tamsa. Además, el Tribunal Arbitral se ve vinculado por el principio de justicia rogada, y en este caso el *petitum* planteado por las Demandantes se refiere a una indemnización por las inversiones en Tavsa y en Comsigua⁶³², mas no hay mención alguna a la inversión en Tamsa o de Tamsa.

D. WACC

578. Son tres los parámetros del WACC sobre los que el Tribunal Arbitral debe decidir:

a. Prima libre de riesgo

579. Las alternativas propuestas son: 4,29% en opinión de los peritos de la Demandante y de 4,5% en la del perito de la Demandada. La diferencia se atribuye principalmente al plazo de vencimiento de los bonos: a 10 años, como propone la Demandante o a 20 años, según sugiere la Demandada.
580. El Tribunal Arbitral se decanta por un vencimiento a 10 años, por ser el período temporal más cercano al horizonte de valoración, que es de nueve años (2008 – 2017) y por tanto, más representativo.

⁶³² CI, párr. 235 (c); CIV, párr. 321(c); CV, párr. 319 (c).

b. Prima de mercado

581. Se trata de decidir entre 4,79% según los peritos de la Demandante y de 6,2% según el perito de la Demandada, dependiendo de si se utiliza una media geométrica o aritmética, respectivamente.
582. La utilización de la media geométrica o aritmética es un debate abierto en la literatura valuadora, como reconocen los peritos, habiendo pros y contras para el uso de una y otra media.
583. El Tribunal Arbitral no puede resolver este dilema y pronunciarse en términos absolutos sobre su preferencia. Mas en este caso debe decantarse por una de las dos medias y decide hacerlo por la aritmética, por simple coherencia interna: dado que la prima de mercado es la diferencia entre la rentabilidad de mercado y la tasa libre de riesgo, por congruencia la forma de calcularla debe estar en consonancia con el cálculo de la tasa libre de riesgo.
584. El Tribunal Arbitral ha decidido ya que la tasa libre de riesgo apropiada es la calculada por la Demandante y, de acuerdo con el documento CLEX 69 aportado por los peritos Abdala/Zadicoff, éstos han empleado una media simple aritmética, tanto para obtener la media mensual de la tasa libre de riesgo, como para obtener la media anual.
585. Los mismos peritos, sin embargo, sugieren aplicar la media geométrica para determinar la prima de mercado y este proceder resulta incoherente y debe ser descartado.
586. La prima de mercado se habrá de calcular, pues, como media aritmética, como propone el perito Hart.

c. Beta

587. La diferencia está entre un 1,86 propuesto por Abdala/Zadicoff y un 2,2 sugerido por Hart, y proviene de los distintos ajustes que cada perito aplica a la beta:
- Abdala/Zadicoff aplican el ajuste *reversion-to-one*, que se basa en la comprobación empírica de que la beta de toda empresa tiende con el tiempo a moverse hacia la beta media, que es uno; los peritos se apoyan en la opinión del Prof. Damodaran⁶³³.
 - Hart, por su parte, entiende que las premisas para el ajuste *reversion-to-one* no se cumplen, y aboga por aplicar el ajuste *Morningstar*, que sugiere que la beta de una empresa tiende a asemejarse a la media de la beta de su grupo de iguales (*peer group*)⁶³⁴.

⁶³³ CLEX-62.

⁶³⁴ CRED-6, p. 15.

588. El Tribunal Arbitral no está convencido de que el ajuste *reversion-to-one* sea aplicable al caso. Según la opinión del Prof. Damodaran, citada por la Demandante, la premisa para este ajuste es que la cartera de productos de la empresa y su clientela suele diversificarse acompañando su crecimiento⁶³⁵. No obstante, en el caso de Tavsá, ésta se dedica a la producción de tubos sin costura, con un único cliente en el mercado local y sin previsión de crecimiento. No parece que la premisa para la aplicación del ajuste pretendido se cumpla.

589. En cuanto al ajuste propuesto por la Demandada, el Tribunal Arbitral toma nota de que no ha suscitado ninguna crítica, por lo que entre las dos opciones a elegir, el Tribunal Arbitral se decanta por el ajuste de la Demandada.

d. Prima de riesgo país

590. Los peritos Abdala/Zadicoff proponen una prima del 4,6%. El perito de la Demandada ha ido variando su posición en cuanto a la prima de riesgo país:

591. (i) En su primer informe Hart aceptó la prima de riesgo país propuesta por la Demandante: 4,6%⁶³⁶.

592. (ii) En su segundo informe el perito mencionó por primera vez el laudo del caso *Tidewater*. Hart explicó que la prima de riesgo podía incluir también otros riesgos, adicionales a los que tradicionalmente se incluían. Mencionó que la tasa del 4,6% únicamente refleja el riesgo de impago del Gobierno venezolano de los bonos en USD, pero no el riesgo adicional de tener un negocio en Venezuela frente a tenerlo en EE.UU., que sería una tasa mucho mayor⁶³⁷. En apoyo de esta postura trajo a colación el laudo del caso *Tidewater*, como un ejemplo de que un tribunal arbitral había decidido incluir otros riesgos adicionales⁶³⁸. Pero en el segundo informe Hart siguió abogando por un 4,6% de prima⁶³⁹. Pareciera, por tanto, que los peritos de ambas Partes estaban de acuerdo en esta cifra.

593. (iii) Todo cambia en la Audiencia de Pruebas. Allí, por primera vez, la posición de Hart se radicaliza y propone abiertamente que la prima de riesgo país se fije en el 14,75%⁶⁴⁰, que es la tasa aceptada por el tribunal del caso *Tidewater* como riesgo país⁶⁴¹.

⁶³⁵ CLEX-62, p. 200: “*This may be explained by the fact that firms’ product mix and client base become more diversified as they get larger*”.

⁶³⁶ Hart I, p. 96.

⁶³⁷ Hart II, párr. 245.

⁶³⁸ Hart II, párr. 244.

⁶³⁹ Hart II, párr. 250: “*the country risk premia ... is an input that is not disputed between the experts*”.

⁶⁴⁰ T, p. 1018 y H 4, diapositiva 26.

⁶⁴¹ “*As a simple rule of thumb, when projects have infinite life, the capital maintenance expenditures should approach depreciation*”. Cf. Damodaran, Aswath: Supporting Material to “Corporate Finance: Theory and Practice”, Wiley, 2nd ed., 2001, disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/CF2E.htm (Cf. apartado “3. Derivations and Discussion” del “Chapter 9: Estimating Earnings and Cashflows on Projects”).

594. (iv) En el Informe Conjunto el perito Hart plasmó por escrito que el importe de la prima de riesgo país podría ser cualquier valor entre el 4,6% y el 14,75%, dependiendo de cuántos riesgos adicionales decidiera añadir el Tribunal Arbitral⁶⁴².
595. El Tribunal Arbitral no se pronuncia ni de acuerdo ni en desacuerdo con la sugerencia de Hart de aumentar la prima de riesgo país para que su importe refleje el riesgo de una actividad empresarial en Venezuela. El Tribunal Arbitral simplemente deja constancia de que el perito Hart no ha identificado cuáles son los componentes de este riesgo adicional y cuál es su importe. Sin esta labor, el Tribunal Arbitral no puede saber si ese llamado riesgo adicional no está siendo ya reflejado en la beta o en la prima por tamaño.
596. Así las cosas, el Tribunal Arbitral va a utilizar un 4,6% como prima de riesgo país, por ser un importe que ambos peritos han aceptado como razonable.

e. Prima por tamaño

597. Los peritos de la Demandante no ven necesario introducir esta prima, mientras que el experto de la Demandada sí propone añadir un 2,73%. La razón que esgrime el perito Hart es que Tavsá es menor que la media de las empresas utilizadas en la muestra para calcular la beta.
598. Los expertos de la Demandante no se oponen de plano a aplicar este tipo de primas, sino que cuestionan que Tavsá sea una empresa pequeña, pues, comparada con otras empresas operativas en el mismo sector en Venezuela, no lo sería.
599. En este punto, la Demandada resulta más convincente: a menor tamaño, mayor riesgo de liquidez de la inversión. Si las empresas utilizadas como muestra para el cálculo de la beta tienen en media un tamaño superior o inferior a la empresa cuyo WACC se están calculando, parece razonable aplicar una prima por tamaño.

* * *

600. En resumen, el Tribunal Arbitral ha decidido:

- Que la tasa libre de riesgo se calcule tomando como base el bono con vencimiento a 10 años, como propone la Demandante: 4,29%;
- Que la prima de riesgo de mercado se obtenga aplicando la media aritmética, como sugiere la Demandada: 6,2%;
- Que la beta adoptada sea la ajustada por *Morningstar*, como recomienda la Demandada: 2,2;
- Que la prima de riesgo país sea 4,6%, como reconocen ambos peritos; y finalmente;
- Que se aplique una prima por tamaño como aboga la Demandada: 2,73%.

⁶⁴² Informe Conjunto, párr. 22.

601. Una vez introducidos los anteriores parámetros en la fórmula de cálculo del WACC⁶⁴³ resulta una tasa del 21,7%.

* * *

602. A continuación, el Tribunal Arbitral enumera cada una de las decisiones adoptadas en los apartados anteriores respecto a las variables discutidas:

- Producción: queda definida en 50.748 toneladas de tubo al año, como sugiere Venezuela;
- Ajuste coste laboral: el coste variable de personal se reduce en un 30% para tener en cuenta el nivel de producción decidido;
- Precio: se proyecta utilizando la fórmula del 30/70 negociada con PDVSA, estimando el precio de referencia internacional a partir del publicado por *Metal Bulletin Research*, como defiende la Demandante;
- Opex: es el calculado por la Demandante basado en el coste de 2007 aumentado por la previsión inflacionista;
- Contrato de asistencia técnica: sí ha de ser incluido su coste, como sugiere la Demandada, por ser previsible que este servicio continuará siendo necesario;
- Capex: se calcula siguiendo la propuesta de la Demandante, por ser su enfoque coherente con la práctica valuadora habitual;
- Fondo de maniobra: se tomarán las cifras de la Demandada, por resultar las hipótesis de contrario demasiado audaces;
- WACC: 21,7%, habiéndose el Tribunal Arbitral decantado en algunos parámetros por la propuesta de la Demandante, y en otros por la de la Demandada.

603. El Tribunal Arbitral ha incluido estas decisiones en la hoja de cálculo preparada por ambos peritos y así resulta un valor actual, a 30 de abril de 2008 de los flujos de caja entre mayo de 2008 a diciembre de 2017 de 132.342.506 USD; lo que sumado al valor presente del valor residual de 28.151.108 USD, arroja un valor de Tavsas de 160.493.614 USD. Aplicado el 70%, equivalente al porcentaje de propiedad de la Demandante, resultan **112.345.530 USD**.

604. Éste es el valor de mercado de la participación accionarial de Tenaris en Tavsas y la cuantía con la que el Estado venezolano debe indemnizarla por su expropiación.

⁶⁴³ Para mayor comodidad, el Tribunal Arbitral los ha insertado en la hoja de cálculo preparada conjuntamente por ambos peritos.

3.2 CONTRASTE: OTROS ENFOQUES

605. A los efectos de contrastar el valor obtenido a través del DFC, cada perito ha propuesto aplicar otros enfoques adicionales.

A. Retorno de la inversión

606. Los peritos de ambas Partes han llamado la atención sobre la tasa de retorno de la inversión, que va implícita en la compensación a Tavsa: Hart asevera que la tasa de retorno alcanza un 485%⁶⁴⁴, mientras que Abdala/Zadicoff la reducen al 32,6%⁶⁴⁵.

607. El enfoque de los peritos de la Demandante es muy válido, pues resulta interesante medir la relación entre lo invertido por Tenaris y el valor que se le atribuye a su participación; pero los cálculos de los peritos no pueden ser tenidos en cuenta porque están basados en el valor que Abdala/Zadicoff han estimado para Tavsa, que el Tribunal ha reducido significativamente. Por lo tanto, el Tribunal Arbitral realizará su propio cálculo de la tasa interna de rendimiento [“**TIR**”] de la inversión.

608. Es indiscutido que las inversiones de Tenaris en Tavsa fueron 11,7 millones USD en 1999 por la compra de las acciones y un total de 30,2 millones USD desembolsados entre 1999 y 2008 como *capex* y mantenimiento⁶⁴⁶.

609. Además, existían otras compañías del grupo de Tenaris que también recibían ingresos de Tavsa en forma de comisiones. Según el perito Hart, estas comisiones sumaban, en total, el 5% de los ingresos anuales de Tavsa⁶⁴⁷, y equivaldrían a unos 32 millones USD entre 1999 y 2008. Hart entiende que estas comisiones deben contabilizarse como parte del retorno de la inversión⁶⁴⁸, mientras que Abdala/Zadicoff se oponen, por no ser ingresos de Tenaris, generados a causa de su inversión en Tavsa⁶⁴⁹. El Tribunal Arbitral, dadas las circunstancias del caso y considerando que las empresas que recibían las comisiones eran filiales de Tenaris, acepta que estas rentas se consideren como parte de la retribución de la inversión.

610. La TIR de la inversión se calcula incluyendo:

- El precio pagado por Tenaris en 1999 para adquirir las participaciones de Tavsa;
- Las inversiones comprometidas (que se presuponen homogéneamente distribuidas en el tiempo entre 1999 y 2008);
- Las comisiones (que el Tribunal también presupone homogéneas en el tiempo entre 1999 y 2008) y

⁶⁴⁴ Hart II, párr. 24.

⁶⁴⁵ H 3, diapositiva 24.

⁶⁴⁶ Hart II, párr. 217.

⁶⁴⁷ Hart II, párr. 217.

⁶⁴⁸ Hart II, párr. 217.

⁶⁴⁹ H 3, diapositiva 24.

- En 2008 un flujo equivalente al valor de la participación de Tenaris en Tavsá calculada de acuerdo con el modelo de DFC (es decir, 112,3 millones USD):

	Flujo en USD millones
1999	-11,52 ⁶⁵⁰
2000	0,18 ⁶⁵¹
2001	0,18
2002	0,18
2003	0,18
2004	0,18
2005	0,18
2006	0,18
2007	0,18
2008	112,48 ⁶⁵²
TIR	29%

611. La TIR de una inversión de estas características se sitúa en un 29%⁶⁵³. Esta tasa se debe comparar con el rendimiento de los fondos propios incluido en el cálculo del WACC de Tavsá. El Tribunal Arbitral ha utilizado 25,26% (excluyendo el coste de la financiación ajena)⁶⁵⁴, que resulta razonablemente cercano a la tasa que pone en relación las inversiones de Tenaris con la retribución obtenida.

B. Múltiplos de mercado

612. Este enfoque ha sido propuesto por la Demandante. Se trata de identificar unas ratios que relacionen el valor de la empresa con una magnitud contable (por ejemplo, el EBITDA); después se calcula el valor medio de esas ratios en empresas comparables expresado como múltiplo; ese múltiplo se aplica finalmente a la magnitud contable de la empresa cuyo valor hay que determinar.

a. Posición de los peritos

613. Los peritos Abdala/Zadicoff identificaron tres ratios de mercado (EV/EBITDA, EV/Ventas y EV/BVA) y después seleccionaron cinco empresas como comparables. Los peritos calcularon las ratios para cada empresa y después obtuvieron la mediana, que fue respectivamente múltiplos de 8,1, 1,8 y 1,6 para cada ratio. Aplicadas al importe de EBITDA, Ventas y BVA de Tavsá en el ejercicio 2007, resulta un valor de 226,6, 221,8, y 223,2 millones USD respectivamente⁶⁵⁵; en media, 223,8 millones USD.

⁶⁵⁰ -11,7 de la compra de las acciones - 30,2/10 años de *capex* + 32/10 años de comisiones.

⁶⁵¹ - 30,2/10 años de *capex* + 32/10 años de comisiones.

⁶⁵² 112,3 millones de la compensación por expropiación – 30,2/10 años de *capex* + 30,2/10 años de comisiones.

⁶⁵³ Calculada a través de la función automatizada de la hoja de cálculo Excel.

⁶⁵⁴ Tavsá 2008 Joint Model, WACC. La Demandante calcula el rendimiento de los fondos propios en 17,79% y la Demandada en 25,45%. Dado que el Tribunal Arbitral ha aceptado algunas hipótesis de la Demandante y otras de la Demandada, el cálculo final es de 25,26%.

⁶⁵⁵ CLEX-3.

614. La Demandada no se opone a utilizar los múltiplos de mercado a modo de contraste, pero advierte de que hay que hacerlo bien, e identifica dos grandes defectos en los cálculos de la Demandante:

- Las empresas elegidas no son realmente comparables, pues tienen tamaño mucho mayor y cubren mercados distintos al de Tavsa;
- Los cálculos de los ratios se han basado en un único año – 2007 – en vez de tomar varios y calcular su media; además, el año escogido fue extraordinario por sus resultados; y, en todo caso, las cuentas no han sido normalizadas para asegurarse de que se estén comparando magnitudes homogéneas.

b. Decisión del Tribunal Arbitral

615. Las empresas comparables elegidas por los peritos de la Demandante son las siguientes⁶⁵⁶:

	Enterprise Value	Market Capitalization	Financial Debt	EBITDA	Sales	Book Value of Assets
<i>As of April 2008</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>
Anhui Tianda Oil pipe Company Limited	296.66	187.40	109.26	31.31	207.18	187.30
Gandhi Special Tubes Limited	34.14	34.00	0.14	7.71	18.93	15.54
Sanyo Special Steel	1,094.72	767.01	327.72	187.52	1,478.76	1,298.66
S.C. T.M.K. - ARTROM S.A.	330.02	143.39	186.62	23.44	218.61	318.71
Tubos Reunidos S.A	1,588.57	1,223.98	364.59	195.05	901.09	1,111.83
Tenaris S.A.	35,531.78	31,814.57	3,717.21	3,459.36	10,242.90	15,617.07
Vallourec S.A	15,550.39	14,473.30	1,077.09	2,399.97	8,598.06	7,988.77

616. En contraste, las cifras de Tavsa son: EBITDA 31,3 millones USD⁶⁵⁷, Ventas 141,5 millones USD⁶⁵⁸, y BVA 135,3 millones USD⁶⁵⁹. Y el valor de Tavsa obtenido a través del DFC asciende a 160,5 millones USD⁶⁶⁰.

617. El valor de Tavsa obtenido por el Tribunal a través del DFC encaja dentro de la muestra seleccionada por la Demandante, como se muestra en los siguientes diagramas, de elaboración propia del Tribunal Arbitral, a partir de la información proporcionada por las Partes⁶⁶¹:

⁶⁵⁶ CLEX-3, Financial Data.

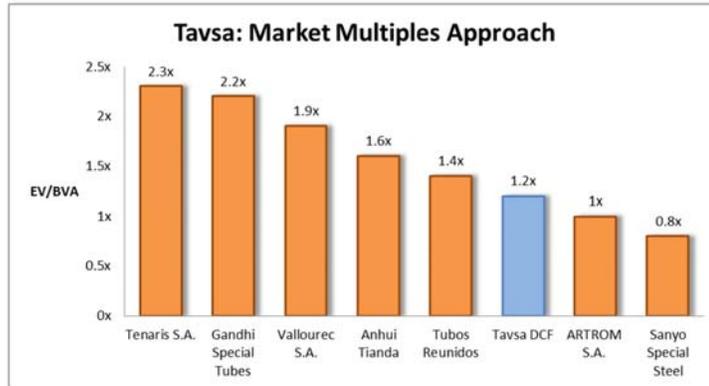
⁶⁵⁷ Tavsa 2008 Joint Model, FCF.

⁶⁵⁸ Tavsa 2008 Joint Model, FCF.

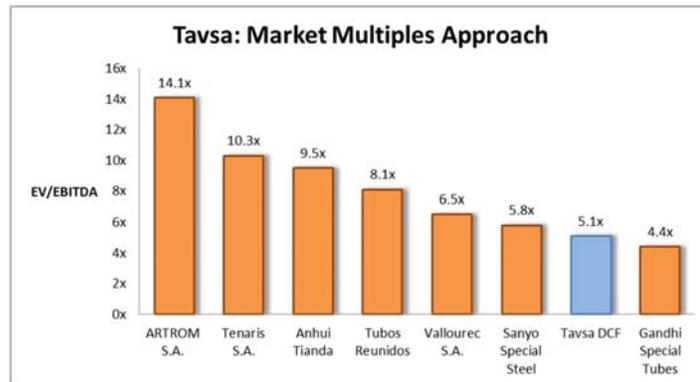
⁶⁵⁹ Tavsa 2008 Joint Model, Historical Data – Tavsa.

⁶⁶⁰ Éste es el valor de toda Tavsa, no del porcentaje de titularidad de la Demandante.

⁶⁶¹ La información proviene de H 3, diapositivas 18, 19 y 20 y de los datos de Tavsa 2008 Joint Model. Todos los datos se refieren a 2007.



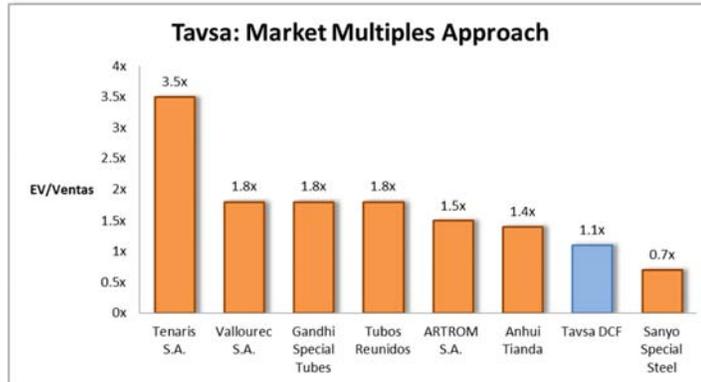
618. En este primer diagrama se mide el valor de los fondos propios de Tavsa obtenido a través del DFC, expresado como múltiplo del valor en libros de sus activos. El múltiplo obtenido es 1,2x⁶⁶². Tavsa se sitúa entre sus comparables Tubos Reunidos (1,4x) y Artrom S.A. (1x). Y en la muestra de ocho empresas, incluyéndose a sí misma, se coloca en sexto lugar.



619. En este segundo diagrama se mide el valor de los fondos de Tavsa obtenido a través del DFC, expresado como múltiplo de su EBITDA. El múltiplo que resulta es 5,1x⁶⁶³. Tavsa se coloca entre las empresas comparables Sanyo Special Steel (5,8x) y Gandhi Special Tubes (4,4x). En la muestra de ocho empresas, se sitúa en séptima posición.

⁶⁶² 160,5/135,3

⁶⁶³ 160,5/31,3.



620. En el tercer diagrama se plasma el valor de los fondos propios de Tavsá según el DFC, expresado como último de los ingresos por ventas. Se obtiene un múltiplo de 1,1x⁶⁶⁴. Este múltiplo la sitúa entre las empresas comparables Anhui Tianda (1,4x) y Sanyo Special Steel (0,7x). En la muestra de ocho empresas, de nuevo está en séptima posición.

* * *

621. En conclusión, el valor de Tavsá obtenido por el Tribunal se sitúa, en relación con el de las empresas de referencia, más bien hacia la cola, lo que indica que es comparativamente bajo, pero dentro de los límites marcados por estas empresas.

622. La metodología de múltiplos de mercado confirma, pues, la razonabilidad del valor de Tavsá obtenido mediante el DFC.

C. Transacciones comparables

623. La Demandada ha presentado como transacciones comparables la construcción de una fábrica en México (a.) y la compra de una fábrica en Indonesia (b.).

a. **Construcción de una fábrica en México**

624. En el primer caso, el proyecto de construcción data de 2008, y costó 850 millones USD con una capacidad de 450.000 toneladas al año. Al considerar el perito Hart que esto equivale al 14% del tamaño de Tavsá, estima que construir Tavsá de nuevo implicaría un desembolso de 122,8 millones USD y un 70% de esta cuantía serían 85,9 millones USD⁶⁶⁵.

625. Los peritos de la Demandante han completado la información sobre este proyecto, indicando que se finalizó en mayo de 2011 y la inversión alcanzó un millardo (*billion*) de USD, por lo que, aun aceptando la relevancia del enfoque del coste, el valor de reemplazo del 70% de Tavsá sería 124,4 millones USD⁶⁶⁶.

⁶⁶⁴ 160,5/141,5.

⁶⁶⁵ Hart II, párr. 195.

⁶⁶⁶ T., p. 868.

626. Este coste de reemplazo se sitúa apenas en un 10%⁶⁶⁷ por debajo del valor de Tavsa, calculado a través del DFC, lo que viene a corroborar la razonabilidad de la cifra obtenida aplicando esta última metodología.

b. Compra de fábrica en Indonesia

627. En el segundo caso, Tenaris compró en abril de 2009 una participación mayoritaria en una empresa indonesia con capacidad productiva de 120.000 toneladas por año por 72,5 millones USD. El perito Hart entiende que el precio implícito de una empresa con la capacidad de Tavsa sería 50,7 millones USD⁶⁶⁸.

628. Con la poca información facilitada no es fácil saber cuán comparable puede resultar la empresa indonesia con Tavsa⁶⁶⁹. Y el Tribunal Arbitral tampoco conoce si Tenaris se comprometió a realizar inversiones adicionales en la empresa indonesia, al margen del precio.

* * *

629. En definitiva, el Tribunal Arbitral se reafirma en que el valor de las acciones de Tenaris en Tavsa asciende a 112,345.530 USD.

⁶⁶⁷ $(112,3 - 124,4)/124,4 = 9,73\%$.

⁶⁶⁸ Hart II, párr. 196.

⁶⁶⁹ T., p. 868.

VII.3. VALOR DE COMSIGUA

630. Antes de determinar el valor de Comsigua (3.), el Tribunal Arbitral expondrá las posiciones de la Demandante (1.), y después de la Demandada (2.).

1. EL VALOR SEGÚN LA DEMANDANTE

631. Los peritos de la Demandante han calculado el valor de Comsigua a partir de descuento de flujos de caja (1.); pero también lo han determinado a partir de múltiplos de mercado (2.). Y, finalmente, han dado su opinión respecto al valor de Comsigua implícito en otras transacciones (3.).

1.1 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

632. Como ya se vio en el caso de Tavsa, este enfoque de valoración consiste en estimar el flujo futuro de ingresos (A.) y detraerle las salidas de flujos (B.). Estos flujos de caja netos se generan a perpetuidad con una tasa de crecimiento, lo que se traduce en un valor residual calculado a 2017 (C.). Los flujos se descuentan a la tasa de descuento apropiada hasta la fecha de valoración, que es el 30 de abril de 2008 (D.).

A. Ingresos

633. Los ingresos de Tavsa vienen determinados por⁶⁷⁰: el volumen esperado de venta de HBC (hierro briqueteado en caliente) (a.) multiplicado por el precio proyectado (b.).

a. Producción de hierro

634. La producción de Comsigua de Hierro Briqueteado Caliente (HBC) dependía directamente de la disponibilidad en el mercado de pellas de mineral de hierro, cuyos únicos suministradores eran CVG FMO y Sidor⁶⁷¹:

- CVG FMO: los expertos Abdala/Zadicoff estiman que su producción se habría mantenido en los niveles de 2007 y se habría empezado a recuperar en 2009, alcanzando el máximo histórico de 3,08 millones de toneladas en 2015⁶⁷²;
- Sidor: los expertos estiman su producción basándose en el plan de negocio a cinco años elaborado por la propia Sidor en abril de 2008⁶⁷³, y detrayendo el número de pellas que autoconsume⁶⁷⁴.

635. Los peritos parten de la hipótesis de que toda la producción de CVG FMO y de Sidor se distribuiría pro rata (en función de la capacidad) entre los cuatro

⁶⁷⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 147.

⁶⁷¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 149.

⁶⁷² Abdala/Zadicoff I, párr. 150.

⁶⁷³ CLEX-37.

⁶⁷⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 151.

productores de HBC⁶⁷⁵, y que todos ellos demandarían la cantidad de pellas de mineral de hierro necesaria para alcanzar el máximo de su capacidad productiva⁶⁷⁶.

636. La estimación de los expertos es que la producción de Comsigua para 2008 habría sido de 400.000 toneladas, con un crecimiento medio anual del 12% para los siguientes ocho años, alcanzando un nivel de producción máximo de 870.000 toneladas en 2015, que sería sostenible en el tiempo⁶⁷⁷. Esta proyección presupone que Comsigua produciría al máximo de su capacidad (un millón de toneladas al año), pero que no invertiría en aumentarla⁶⁷⁸.

b. Precio proyectado

637. Los peritos han tomado las proyecciones de precio del HBC en Venezuela publicadas por el *Metal Bulletin Research* a la fecha de valoración⁶⁷⁹.

638. Ante la crítica de que deberían haber utilizado datos históricos del precio de HBC, los peritos contestan que la valoración de empresas se realiza mirando a futuro y que es un principio básico y común en la práctica valorativa tomar los precios proyectados hacia el futuro⁶⁸⁰.

B. Salida de flujos

639. Las salidas de flujos se componen de los gastos operativos (*opex*) (a.), gastos de capital (*capex*) (b.) y otros (c.).

a. *Opex*

640. Los gastos operativos se dividen en dos categorías:

- Costes de mercadería vendida: los integran los materiales requeridos para producir el HBC y otros costos asociados, principalmente, el gasto de energía⁶⁸¹; La estimación de los costes futuros sigue el siguiente patrón: los peritos toman el coste en el día anterior a la fecha de valoración y lo ajustan en función de la evolución esperada del precio internacional de las pellas, así como del IPP venezolano⁶⁸².

⁶⁷⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 152. Las siglas en inglés son HBI: *hot briquetted iron*.

⁶⁷⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 153.

⁶⁷⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 155.

⁶⁷⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 156.

⁶⁷⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 147.

⁶⁸⁰ Abdala/Zadicoff II, párr. 785.

⁶⁸¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 159.

⁶⁸² Abdala/Zadicoff I, párr. 160.

- Gastos por ventas, generales y administrativos: son de naturaleza variable (en función de la producción⁶⁸³), semi-fija y fija e incluyen los gastos de personal⁶⁸⁴. Se estima una evolución pareja al IPC venezolano⁶⁸⁵.

b. Capex

641. Los expertos basan estos gastos en el promedio histórico (2004–2007) de gastos de inversión, que son, fundamentalmente, gastos de mantenimiento, y los ajustan a futuro de acuerdo con el IPP de los EE.UU.⁶⁸⁶.

c. Otros

642. En cuanto a los impuestos, las hipótesis son idénticas a las de Tavsa⁶⁸⁷: impuestos de ciencia y tecnología (0.5% sobre los ingresos brutos), antidroga (1% sobre EBIT menos intereses) y de sociedades (34% neto del impuesto antidroga)⁶⁸⁸.
643. En lo que respecta a los cambios en el fondo de maniobra, los peritos Abdala/Zadicoff se han basado en el comportamiento observado en el período 2005 – 2007, de forma que las cuentas a cobrar se estimaron en 70 días de ingresos, las existencias en 65 días de costos de mercaderías vendidas y las cuentas a pagar en 100 días de costos totales anuales⁶⁸⁹. Una vez aplicadas las anteriores estimaciones, resulta un fondo de maniobra de 10 días de ingresos anuales⁶⁹⁰.

C. Valor residual

644. El valor residual se estima como el valor del flujo de 2017 aumentado a un ritmo del 2,4% a perpetuidad. La tasa de crecimiento del 2,4% es coherente con las expectativas inflacionistas en los EEUU⁶⁹¹. El valor residual resulta en más de USD 627 millones⁶⁹² – una vez descontado, el valor residual supondrá casi el 40%⁶⁹³ del valor total de la empresa.

D. Descuento

645. Muchos de los elementos que componen el WACC (a 30 de abril de 2008) son comunes a Tavsa. Así la tasa libre de riesgo (4,29%), la prima de riesgo del mercado (4,79%), la prima de riesgo país (4,6%) y el coste de la financiación ajena (10,4% antes de impuestos y 6,9% después de impuestos).

⁶⁸³ Abdala/Zadicoff I, párr. 162.

⁶⁸⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 161.

⁶⁸⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 162.

⁶⁸⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 164.

⁶⁸⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 165.

⁶⁸⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 140.

⁶⁸⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 166.

⁶⁹⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 143.

⁶⁹¹ Abdala/Zadicoff I, párr. 167.

⁶⁹² CLEX-4, FCF, Terminal value eliminando el factor de descuento.

⁶⁹³ Ver párr. 648 *infra*. 161,2 millones / 402,5 millones USD = 40%.

646. Las diferencias afectan:

- Al cálculo de la beta, por la utilización de un índice de referencia distinto, que en el caso de Comsigua es el código SIC 3312, para empresas estadounidenses dedicadas a acería, altos hornos y laminado⁶⁹⁴; la beta que se obtiene es de 1,91⁶⁹⁵.
- A la estructura de capital óptima, que se basa en la de las empresas cotizadas en el código SIC 3312 – arrojando una ratio de deuda sobre financiación propia del 22,8%⁶⁹⁶; Comsigua no tenía a fecha de valoración ninguna deuda financiera por devolver⁶⁹⁷, pero este hecho no afectaría a la estructura de capital óptima utilizada para el cálculo del WACC: en opinión de los peritos, lo relevante es que en el enfoque de valor de mercado razonable (*fair market value*) se presupone que el comprador habría valorado la empresa presuponiendo que la gerencia adoptaría una estructura de capital eficiente⁶⁹⁸.

647. En definitiva, el WACC resultante para Comsigua es de 15,96%⁶⁹⁹:

WACC as of Apr-08	Comsigua
Cost of Equity	
US Risk Free	4.29%
Market Risk Premium	4.79%
VZ Beta	1.91
Levered Raw Beta	2.33
Beta Levered (Adjusted)	1.89
D/E US	0.23
US Tax Rate	40%
Unlevered Beta	1.66
Optimal D/E	22.8%
VZ Tax Rate	34%
Country Risk Premium	460
Cost of Equity	18.0%
Cost of Debt	
Pre Tax CoD (RF + CRP + Industry Premium)	10.4%
Industry Premium	1.5%
VZ Tax Rate	34%
After Tax Cost of Debt	6.9%
WACC	15.96%
Debt to Firm Value	19%
Equity to Firm Value	81%

⁶⁹⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 180.

⁶⁹⁵ Abdala/Zadicoff I, párr. 183.

⁶⁹⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 190.

⁶⁹⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 168.

⁶⁹⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 106.

⁶⁹⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 191.

* * *

648. Descontados los flujos anuales entre mayo de 2008 y diciembre de 2017, a la fecha de valoración, los peritos obtienen un valor de 241,3 millones USD, al que hay que sumar el valor terminal descontado, que asciende a 161,2 millones USD; en total 402,5 millones USD⁷⁰⁰. Aplicado el 7,58% de propiedad que ostenta Talta, resulta que el valor de su participación en Comsigua es de 30,5 millones USD⁷⁰¹.

1.2 ENFOQUE DE MÚLTIPLOS DE MERCADO

649. Este enfoque consiste en localizar empresas comparables a Comsigua y obtener la media de los múltiplos de precio/valor en libros y de EV/BVA a 30 de abril de 2008⁷⁰². Los peritos explican que, aunque en el caso de Tavsa han utilizado también otras dos ratios, vinculadas al EBITDA y a las ventas, en caso de Comsigua las han descartado. Por factores exógenos y no atribuibles a estos, tales como la escasez de pellas en el mercado nacional, estas ratios no reflejaban la verdadera capacidad productiva de Comsigua⁷⁰³.

650. Los peritos Abdala/Zadicoff han acudido a *Midrex*, que es el proveedor de la tecnología utilizada en el proceso de conversión del óxido de hierro en pellas (que es la etapa previa a la producción de HBC), porque *Midrex* publica información sobre las plantas de producción de HBC en el mundo⁷⁰⁴. Tras determinar las empresas propietarias de las plantas, los expertos descartaron todas aquéllas que no cotizaran en bolsa y que no tuvieran como actividad principal la producción y venta de HBC⁷⁰⁵. La muestra se redujo a cinco y de éstas tomaron los datos de los doce meses anteriores al 31 de marzo de 2008 o, cuando esto no fue posible, la información del ejercicio fiscal finalizado a 31 de diciembre de 2007⁷⁰⁶.

	Price to Book Value	Enterprise Value to Book Value of Assets
<i>Multiples as of April 2008</i>		
Bihar Sponge Iron Ltd	1.9x	1.3x
Monnet Ispat & Energy Ltd	2.3x	1.3x
Tata Sponge Iron, Ltd.	1.8x	1.1x
Lloyds Metals & Energy Limited	4.4x	2.0x
Orissa Sponge Iron & Steel	3.0x	1.6x
<i>Median</i>	2.3x	1.3x
<i>Average</i>	2.7x	1.4x

651. A continuación los expertos calcularon la mediana de los múltiplos de estas empresas y la multiplicaron por el valor en libros de los activos y el valor en libros de capital de Comsigua. Mas los valores tomados no serán los que constan en los estados contables de Comsigua sino otros calculados por los peritos. La razón que

⁷⁰⁰ Abdala/Zadicoff I, Tabla IV, p. 31.

⁷⁰¹ Abdala/Zadicoff I, Tabla IV, p. 31.

⁷⁰² Abdala/Zadicoff I, párr. 65.

⁷⁰³ Abdala/Zadicoff I, párr. 49.

⁷⁰⁴ Abdala/Zadicoff I, párr. 203.

⁷⁰⁵ Abdala/Zadicoff I, párrs. 204 y 205.

⁷⁰⁶ Abdala/Zadicoff I, párr. 205.

subyace a la decisión de apartarse de los valores contables es que los peritos no confían en la metodología contable empleada por Comsigua.

Los expertos explican que hasta 2002 la indexación se realizaba al IPC venezolano (el llamado “método del nivel general de precios”). Mas a partir de 2003, Comsigua adoptó el “método integral mixto” por el que los activos no monetarios se valoraban por expertos independientes. En 2003 y de nuevo en 2006 Comsigua revaloró sus activos no monetarios y con ello incrementó el valor en libros de sus activos, como queda recogido en la cuenta “ganancias no realizadas” – esta partida, a 31 de diciembre de 2007 representaba casi la mitad de los fondos propios⁷⁰⁷. Los expertos decidieron hacer un cálculo propio del valor de los activos no monetarios para el período 2003 – 2008 utilizando el método del nivel general de precios⁷⁰⁸: a partir de los datos de los estados financieros de 2002, los peritos actualizaron cada activo de acuerdo con el IPC oficial venezolano, descontando la amortización⁷⁰⁹.

652. Las siguientes tablas resumen el anterior ejercicio:

Valuation as of April 30, 2008		
Price to Book Value of Equity		
Comsigua's BV of Equity	[a]	424.2
Adjustment to Comsigua's BV of Equity	[b]	252.2
Comsigua's adjusted BV of Equity	[c]=[a]-[b]	172.0
PBV Ratio	[d]	2.3x
Comsigua's Implied Value of Equity	[e] = [c] x [d]	389.8
Market Value of Equity to Claimants	[f] = [d] x 7.58%	29.5

Valuation as of April 30, 2008		
EV to Book Value of Assets		
Comsigua's BV of Assets	[a]	506.1
Adjustment to Comsigua's BV of Assets	[b]	252.2
Comsigua's adjusted BV of Assets	[c]=[a]-[b]	253.9
EV/Book Value of Assets Ratio	[d]	1.3x
Comsigua's Enterprise Value	[e] = [c] x [d]	323.9
less Financial Debt	[f]	-
Comsigua's Implied Value of Equity	[g] = [e] - [f]	323.9
Market Value of Equity to Claimants	[h] = [g] x 7.58%	24.6

653. El valor de Comsigua asciende a 389,8 millones USD aplicando el múltiplo de precio/valor en libros y a 323,9 millones USD aplicando el múltiplo de EV/BVA; en media, 356,9 millones USD⁷¹⁰. Tras aplicar el 7,58% de propiedad correspondiente a Talta, resulta un valor de su inversión de 29,5 y 24,6 millones USD.

⁷⁰⁷ Abdala/Zadicoff I, párr. 206.

⁷⁰⁸ Abdala/Zadicoff I, párr. 207.

⁷⁰⁹ Abdala/Zadicoff I, párr. 207.

⁷¹⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 71.

1.3 OTRAS TRANSACCIONES DE RELEVANCIA

654. Existen tres transacciones que resultan de interés y podrían servir de referencia para la determinación del valor de Comsigua.

A. La recompra de acciones

655. En mayo de 2007 Comsigua e IFC (accionista hasta ese momento en Comsigua) firmaron un acuerdo de recompra de acciones. El valor implícito de una participación en el accionariado del 7,58% sería de 16,6 millones USD⁷¹¹.

656. Este valor es más bajo que el obtenido por los peritos Abdala/Zadicoff en el DFC, mas los expertos achacan la diferencia a la apreciación en las condiciones de mercado vivida entre la fecha de la recompra de acciones (mayo de 2007) y la de valoración (abril de 2008)⁷¹². De hecho, todas las empresas del sector experimentaron de forma generalizada una revalorización⁷¹³.

657. Para corroborar las aseveraciones anteriores, los expertos de la Demandante han realizado el siguiente ejercicio: han realizado un nuevo DFC, para valorar Comsigua a mayo de 2007, mas con base en las estimaciones de precios y costes disponibles a esa fecha⁷¹⁴ y el resultado obtenido es de 18,6 millones USD; cifra razonablemente cercana a los 16,6 millones USD de valor implícito en la operación de recompra de acciones⁷¹⁵.

B. La recomendación de la presidencia de Comsigua

658. Los peritos Abdala/Zadicoff no han pasado por alto el acuerdo alcanzado por el Estado venezolano con los Accionistas Japoneses que ostentaban conjuntamente, un 73,37% en Comsigua. El Estado desembolsó en 2011 209,6 millones USD por aquellas acciones.

659. Tras la venta de los Accionistas Japoneses, el único capital privado en Comsigua era el de la Demandante. El Presidente de Comsigua habría mantenido negociaciones con Talta para la compra de sus acciones en términos equivalentes a los de la transacción con los Accionistas Japoneses:

24.058.737 USD, con un pago inicial de algo más de 8 millones USD y 10 cuotas semestrales de 1.600.174 USD cada una, con un 3% de interés anual, si bien Talta debía otorgar una fianza del 10% del precio total para garantizar el pago los pasivos.

⁷¹¹ Abdala/Zadicoff II, párr. 64.

⁷¹² Abdala/Zadicoff II, párr. 67.

⁷¹³ Abdala/Zadicoff II, párr. 69.

⁷¹⁴ Precios del HRC a 305 USD por tonelada creciendo al ritmo de una inflación al 2%; los precios del mineral de hierro evolucionando en línea con el HRC; y WACC y expectativas macroeconómicas a mayo de 2007.

⁷¹⁵ Abdala/Zadicoff II, párr. 67.

660. Pero para poder formalizar la oferta, Comsigua requería de la aprobación de instancias superiores y, por eso, el 17 de abril de 2012 el Presidente de Comsigua envió una carta al Presidente de CVG solicitándole autorización para elevar la propuesta al Ministro del Poder Popular de Industria⁷¹⁶.
661. Los peritos Abdala/Zadicoff entienden que esta oferta, que se plantea en términos equivalentes a la transacción con los Accionistas Japoneses, adolece de los mismos defectos que aquella⁷¹⁷. Lo único a reseñar es que Venezuela estaba proponiendo una compensación prorrateada, con el mismo precio por acción al pagado a cada Accionista Japonés; es decir, que Venezuela no discriminó entre accionistas minoritarios y mayoritarios por lo que no sería correcto aplicar un descuento al precio ofrecido por tratarse de una participación minoritaria⁷¹⁸.

C. Expropiación de Venprecar y Orinoco Iron

662. Según los estados financieros de International Briquettes Holding, el único accionista de Venezolana de Prerreducidos Caroní, C.A. [“**Venprecar**”] y de Orinoco Iron S.C.S. [“**Orinoco Iron**”] el valor de estas dos empresas competidoras de Comsigua, en junio de 2009 (antes de su expropiación) era de 1.200 millones USD, que equivaldría a 382 USD por tonelada de capacidad productiva al año⁷¹⁹.
663. Comsigua tuvo una capacidad histórica de cerca de 1,2 millones de toneladas al año; en la valoración por el descuento de flujos de caja, los expertos Abdala/Zadicoff han partido de una capacidad productiva de 1 millón. El valor de Comsigua estimado por los expertos mediante el descuento de flujos de caja arroja un valor por tonelada de capacidad de 402 USD ó de 335 USD si se tiene en consideración la capacidad histórica – cifras cercanas al valor implícito que resulta a partir de la valoración de Venprecar y de Orinoco Iron⁷²⁰.

2. EL VALOR SEGÚN LA DEMANDADA

664. El perito Hart no se opone a utilizar el DFC (1.) o las ratios de mercado (2.) como métodos para calcular el valor de Comsigua, mas sí cuestiona ciertas hipótesis o parámetros utilizados por los peritos de contrario. Y, aun así, prefiere⁷²¹ otras formas para calcular el valor (3.); en concreto, el perito analiza la transacción con los Accionistas Japoneses y la recomendación de precio de compra hecha por la Presidencia de Comsigua, pero también ha hallado otros indicativos del valor del Comsigua.

2.1 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

665. Hay tres parámetros con los que Hart está en desacuerdo:

⁷¹⁶ CRED-59.

⁷¹⁷ Abdala/Zadicoff II, párrs. 73 y 76.

⁷¹⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 74.

⁷¹⁹ Abdala/Zadicoff II, párr. 77.

⁷²⁰ Abdala/Zadicoff II, párr. 77.

⁷²¹ Hart II, párr. 68.

A. Precio

666. El perito critica que la estimación de los precios realizada por Abdala/Zadicoff se basara únicamente en las proyecciones publicadas en el *Metal Bulletin Research* y, concretamente, que no tomaran en consideración la trayectoria histórica del precio del HBC⁷²².
667. Hart echa de menos que sus colegas no hayan realizado un análisis histórico del precio del HBC, y que tampoco hayan presentado prueba de las expectativas en precios que manejaba la dirección de Comsigua⁷²³. Esto resulta especialmente relevante en períodos de alta volatilidad o en los que se produzcan burbujas⁷²⁴, como es este caso: en 2008, el punto de partida de la valoración, la proyección de precios a futuro era alcista, porque en 2008 el precio del HBC experimentó un pico histórico. El partir de un precio muy alto ha llevado a que los precios estimados sean muy altos – más altos que la media histórica, y resultan más altos que los precios que finalmente se dieron a partir de 2008⁷²⁵.
668. A pesar de la crítica realizada, el perito no ha facilitado al Tribunal Arbitral su mejor estimación de precios a la fecha de valoración, 30 de abril de 2008.

B. Tasa de descuento

669. Como ya se ha visto en el caso de Tavsa, Hart mantiene las mismas reservas en el caso del cálculo de la tasa de descuento de Comsigua:
- La tasa libre de riesgos será 4,5%⁷²⁶;
 - La prima de riesgo de fondos propios se calcula en 6,2%⁷²⁷;
 - La prima por tamaño es de 2,73%⁷²⁸;
 - La beta debe ajustarse de acuerdo con la metodología de *Morningstar*, que toma en consideración las betas y estructuras de capital de las empresas que componen el Código SIC 3312⁷²⁹.
670. Así resulta una beta de⁷³⁰:

Beta apalancada	2,33
Beta apalancada ajustada	2,2
Deuda/Fondos propios EE.UU.	0,228

⁷²² Hart I, párr. 123.

⁷²³ Hart I, párr. 126.

⁷²⁴ Hart I, párr. 127.

⁷²⁵ Hart II, párr. 104.

⁷²⁶ Hart I, párr. 249.

⁷²⁷ Hart I, párr. 255.

⁷²⁸ Hart I, párr. 264.

⁷²⁹ Hart I, párr. 259.

⁷³⁰ Hart I, párr. 259.

Tasa impositiva EE.UU.	40%
Beta	1,94

671. El perito realiza una crítica adicional importante: no acepta la estructura de capital de 81% en fondos propios y un 19% en financiación ajena propuesta, debido a dos razones:

- Como accionista minoritario, no es razonable presuponer que la Demandante hubiera podido alterar la estructura que había en el momento, que era de 100% fondos propios⁷³¹;
- La proporción propuesta de contrario tampoco es aceptable, si se toma en consideración que Abdala/Zadicoff aseveran que no existe deuda financiera por devolver⁷³².

672. Según opina Hart, la estructura de capital debería ser al 100% fondos propios y por tanto la tasa de descuento se calculará de la siguiente forma⁷³³:

Coste de los fondos propios = 23,83%	Tasa libre de riesgo	4,5%
	Prima de mercado	6,2%
	Beta	1,94
	Prima de riesgo país	4,6%
	Prima de tamaño	2,73%

2.2 ENFOQUE DE MÚLTIPLOS DE MERCADO

673. La teoría dicta que cuando existen empresas comparables, se puede utilizar el valor de estas empresas – expresado como múltiplos de ciertas ratios – para averiguar el valor de la empresa en cuestión⁷³⁴. Los peritos de la Demandante, Abdala/Zadicoff han utilizado este enfoque utilizando una muestra de cinco empresas. El perito Hart no acepta que las cinco compañías seleccionadas por los peritos de contrario sean realmente comparables⁷³⁵:

- Las cinco compañías operan en la India, un mercado cuyos riesgos empresariales difieren de los de Venezuela;
- Las empresas seleccionadas producen hierro esponjoso, mientras que Comsigua se dedica a producir HBC, que es la variante comprimida del hierro esponjoso, con costes de producción y de capital mayores;
- Las compañías de referencia utilizan la tecnología de horno rotatorio, mientras que Comsigua se basa en hornos de gas natural con tecnología *Midrex*;

⁷³¹ Hart I, párr. 128.

⁷³² Hart I, párr. 129.

⁷³³ Hart I, Anexo 5.

⁷³⁴ Hart I, párr. 134.

⁷³⁵ Hart I, párrs. 140 y 142.

- Las empresas elegidas utilizan mineral de hierro y carbón locales, fundamentalmente controlados por ellas mismas, frente a Comsigua que obtiene su materia prima a través de contratos de suministro con otras empresas venezolanas.

2.3 OTROS INDICATIVOS DE VALOR

674. Hart identifica tres indicativos alternativos para el valor de Comsigua y se pronuncia sobre un cuarto indicativo sugerido por Abdala/Zadicoff.

A. La recomendación de la Presidencia de Comsigua

675. Más de tres años después del Decreto Nacionalizador, el Estado firmó el 20 de mayo de 2011 un contrato de compraventa de acciones con los Accionistas Japoneses, que en total tenían el 73,37% de la compañía. El precio pagado fue 232,9 millones USD⁷³⁶:

El precio de 232,9 millones USD se había de desembolsar de la siguiente forma: a la firma, 78 millones USD; y 10 plazos de 15 millones USD cada seis meses, con una tasa de interés del 3%; y a su vez los vendedores debían contribuir en un 10% del precio debido a posibles pasivos existentes constituyendo una fianza⁷³⁷.

676. El 17 de abril de 2012 el presidente de Comsigua le envió al Presidente de CVG una carta⁷³⁸ en la que recomendaba que se compraran las acciones de Talta en Comsigua en términos equivalentes a los acordados con los Accionistas Japoneses⁷³⁹:

El precio eran 24 millones USD con un pago inicial de 8 millones USD y diez pagos sucesivos de 1,6 millones USD más un 3% de interés y también aquí Talta debía constituir una fianza por el 10% del precio para compensar los posibles pasivos de Comsigua.

677. Los peritos de la Demandante opinan que esta transacción no es comparable por no reflejar el valor de mercado. Pero en todo caso, han calculado el precio implícito de las acciones de Talta: en su primer informe calcularon 17,1 millones USD (teniendo en cuenta sólo la transacción con los Accionistas Japoneses)⁷⁴⁰; y en su segundo informe, elevaron la cifra a 24,1 millones USD (considerando la oferta a Talta)⁷⁴¹.

678. Hart disiente: sí estima que la transacción es comparable, pero no está de acuerdo con el precio calculado. En su opinión, lo correcto sería descontar los pagos fraccionados al 11,44%, que es la rentabilidad del bono del Estado venezolano a

⁷³⁶ Hart I, párr. 120.

⁷³⁷ Hart I, párr. 108.

⁷³⁸ CRED-59.

⁷³⁹ Hart I, párr. 113.

⁷⁴⁰ Abdala/Zadicoff I, párr. 72.

⁷⁴¹ Abdala/Zadicoff II, párr. 73.

cuatro años⁷⁴² (que es el vencimiento que mejor se asemeja al período de cinco años de pagos fraccionados), y detraer la rebaja por contribución a los pasivos, así como el descuento por la posición minorista de Talta. De esta forma resulta un valor de 14,8 millones USD⁷⁴³.

B. La recompra de acciones

679. En mayo de 2007 Comsigua e IFC (una de las inversoras privadas en Comsigua) firmaron un contrato de compraventa de acciones por el que la primera le recompraba a la segunda su participación en ella. El precio fue de 19 millones USD por 4,75 millones de acciones; es decir, a 4 USD la acción. Si se aplica este precio a las 4.140.055 acciones de la Demandante, la cifra que resulta es de 16,6 millones USD⁷⁴⁴.
680. Abdala/Zadicoff alegan que la diferencia de valor entre el mostrado en esta recompra de acciones y el obtenido a través del DFC es atribuible al aumento de precios del HBC. Pero Hart es reacio a aceptar esa explicación sin ver un análisis exhaustivo que demostrara que los costes de Comsigua no habrían aumentado también de forma pareja al aumento de precio⁷⁴⁵.
681. Añade Hart que Abdala/Zadicoff se apoyan en los aumentos de valor experimentados por cinco empresas de referencia. Mas cuatro de estas empresas son las ya utilizadas en el método de las ratios de mercado, y como se vio, Hart muestra reservas sobre su comparabilidad⁷⁴⁶.

C. Expropiación de Venprecar y Orinoco Iron

682. Hart no cree que la expropiación de Venprecar y Orinoco Iron sirva como indicativo de la compensación debida a Comsigua⁷⁴⁷.
683. Alega Hart que los contra-peritos han basado sus cálculos del valor de las empresas en su capacidad, pero equiparar capacidad con valor es una simplificación excesiva. Empezando, porque los cálculos no tienen en consideración la disparidad en las capacidades de una y otra empresa (Venprepar 820.000 toneladas frente a los 2,2 millones de toneladas de Orinoco Iron); y siguiendo porque hay otros parámetros estimativos como la producción y la rentabilidad, preferibles a la capacidad⁷⁴⁸.

⁷⁴² Nótese que, posteriormente, en la Audiencia el perito se referirá al bono con vencimiento a siete años (T., p. 1030:20).

⁷⁴³ Hart I, párr. 110.

⁷⁴⁴ Hart I, párr. 104.

⁷⁴⁵ Hart II, párr. 76.

⁷⁴⁶ Hart II, párr. 79.

⁷⁴⁷ Hart II, párr. 91.

⁷⁴⁸ Hart II, párr. 91.

3. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

684. En la valoración de Comsigua el Tribunal Arbitral debe tomar como decisión preliminar la determinación del método de valoración, pues los peritos no se ponen de acuerdo sobre cuál es el más adecuado:

- Talta aboga por una metodología DFC, mientras que
- la Demandada prefiere la extrapolación del valor, a partir de otras transacciones.

685. El Tribunal Arbitral no ve razón para apartarse del tradicional método del DFC (**1.**), que se ha convertido en un estándar en la valoración de empresas: en este caso, la empresa tenía una trayectoria pasada y existía una previsibilidad de flujos futuros, que pueden estimarse con razonable precisión.

686. Dicho esto, nada obsta a que el Tribunal Arbitral contraste el valor obtenido con otros enfoques (**2.**).

3.1 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

687. Los peritos de la Demandante han calculado el valor de Comsigua, descontando los flujos de caja futuros a la fecha de valoración, que es el 30 de abril de 2008. El ejercicio que realizan los peritos es similar al ya analizado en el caso de Tavsá. El valor que obtienen es de 30,5 millones USD.

688. La Demandada ha defendido que la fecha de valoración correcta es el 20 de mayo de 2009. Pero, a diferencia de su postura respecto a la valoración de Tavsá, no ha presentado, de forma subsidiaria, una valoración alternativa de Comsigua.

689. De hecho el único parámetro que afecta al valor de Comsigua a 30 de abril de 2008 para el que el perito Hart ha dado una cifra alternativa es la tasa de descuento. A continuación, el Tribunal Arbitral tomará una decisión sobre cuál es la tasa adecuada, atendiendo a la crítica de Hart.

A. La tasa de descuento

690. Los peritos de la Demandante han descontado los flujos de caja al WACC de Comsigua que, en su opinión, es 15,96%. El experto de la Demandada ha criticado el uso del WACC como tasa de descuento, por entender más apropiado el uso de la rentabilidad de los fondos propios.

691. El Tribunal Arbitral decidirá, pues, cuál de las dos tasas es la más apropiada (**a.**) y después decidirá cuál es su importe (**b.**).

a. WACC o rentabilidad de los fondos propios

692. Los peritos de la Demandante han calculado el WACC de Comsigua para determinar la tasa de descuento. Ese WACC es la suma ponderada del coste de la financiación ajena y de la rentabilidad de los fondos propios. La Demandante

pondera ambos costes siguiendo una estructura óptima de capital (19/81 deuda/fondos propios)⁷⁴⁹.

693. La razón por la que el perito de Demandada no cree conveniente usar el WACC como tasa de descuento es porque Comsigua no tiene deuda financiera⁷⁵⁰ y, por tanto, sugiere excluir el coste de la deuda y tomar en consideración únicamente el rendimiento de los recursos propios.
694. Abdala/Zadicoff han contraargumentado que la estructura real de capital es irrelevante a los efectos de determinar el valor de mercado porque lo único determinante es la estructura que un comprador teórico habría aplicado para estimar el valor, y habría aplicado siempre una estructura óptima⁷⁵¹.
695. El Tribunal Arbitral le da la razón a los peritos de la Demandante: se trata aquí de determinar el valor de Comsigua aplicando estándares valuatorios, entre los que se encuentra la hipótesis de que el WACC se calcula a partir de la estructura de capital óptima. El que Comsigua carezca de deuda y esté financiada al 100% con recursos propios no altera esta hipótesis.
696. La misma conclusión resulta de la mera congruencia interna: en la valoración de Tavsa, que también carecía de deuda financiera, la Demandada ha aceptado que su WACC incluyera el coste de la deuda. La Demandada ha argüido que el caso de Tavsa es distinto, porque Tenaris detentaba una participación mayoritaria, por lo que podía haber impuesto un cambio en la estructura de capital. El argumento no convence: a cada empresa se le debe aplicar su propio WACC, con independencia de que la participación del accionista sea minoritaria o de control.

b. Tasa

697. De acuerdo con la decisión anterior, el Tribunal Arbitral debe determinar cuál es el WACC de Comsigua.
698. Éste se construye a partir de los siguientes parámetros:
- Tasa libre de riesgo;
 - Prima de mercado;
 - Beta;
 - Prima de riesgo país; y en su caso
 - Prima por tamaño;

⁷⁴⁹ Abdala/Zadicoff I, p. 92.

⁷⁵⁰ Nótese que Tavsa tampoco tiene deuda financiera; Hart no se opone en el caso de Tavsa a utilizar el WACC porque entiende que, al gozar Tenaris de una posición de control en Tavsa, podía imponer la estructura de capital que entendiera más apropiada, como una decisión estratégica más – algo que en Comsigua, donde Talta tiene una posición minoritaria, no sería posible.

⁷⁵¹ Abdala/Zadicoff II, párr. 106.

- Coste de la deuda;
- Estructura óptima de capital.

699. Los peritos de las Partes mantienen posturas enfrentadas en lo que refiere al importe de cada uno de los anteriores parámetros, siendo sus puntos de desencuentro idénticos a los ya analizados para el caso de la valoración de Tavsa. Por lo tanto, lo ya resuelto entonces⁷⁵² goza de plena aplicabilidad aquí:

- Tasa libre de riesgo: el Tribunal se decanta por el bono a 10 años, como propone la Demandante, que alcanza 4,29%⁷⁵³;
- Prima de mercado: el Tribunal ha optado por usar la media aritmética, como sugiere la Demandada, que resulta en 6,2%⁷⁵⁴;
- Beta: el Tribunal ha preferido la beta ajustada por *Morningstar* como sugería la Demandada, que se sitúa en 1,94⁷⁵⁵;
- Prima riesgo país: el Tribunal ha utilizado el 4,6% que es la tasa aceptada por ambos peritos;
- Prima por tamaño: el Tribunal ha aceptado la aplicación de esta prima de 2,73% como sugiere la Demandada⁷⁵⁶.

700. Los anteriores parámetros han de introducirse en la fórmula de la rentabilidad de los fondos propios:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + p_c + p_s$$

Donde r_f es la tasa libre de riesgo, β es la beta, y $r_m - r_f$ es la prima de riesgo del mercado, p_c es la prima de riesgo país y p_s es la prima por tamaño.

Así resulta una rentabilidad de los fondos propios de:
4,29% + 1,94 x 6,2% + 4,6% + 2,73%; es decir, 23,65%.

701. En cuanto al coste neto de la deuda, éste asciende a 6,9%⁷⁵⁷.

702. La estructura óptima de capital es de 19/81 deuda/fondos propios⁷⁵⁸. Y así resulta un WACC de 20,47%⁷⁵⁹.

⁷⁵² Ver párr. 600 *supra*.

⁷⁵³ Abdala/Zadicoff I, párr. 176.

⁷⁵⁴ Hart I, Anexo 5.

⁷⁵⁵ Hart I, Anexo 5.

⁷⁵⁶ Hart I, Anexo 5.

⁷⁵⁷ Abdala/Zadicoff I, p. 92.

⁷⁵⁸ Abdala/Zadicoff I, p. 92.

⁷⁵⁹ 23,65% * 0,81 + 6,9% + 0,19.

B. El valor de Comsigua

703. El Tribunal Arbitral ha tomado como base la hoja de cálculo con los flujos de caja de Comsigua aportada como documento CLEX-4 y ha sustituido en ella la tasa de descuento propuesta por una del 20,47%, de conformidad con la decisión anterior.
704. Así resulta un valor actual de los flujos generados entre 2008 y 2017 de 208,7 millones USD y un valor residual de 85,3 millones USD; en total, un valor de Comsigua a 30 de abril de 2008 de 294 millones USD. A este valor se le aplica el 7,58% de participación accionarial de la Demandante y se obtiene **22,3 millones USD**.

3.2 OTROS ENFOQUES

705. El Tribunal Arbitral ha decidido determinar el valor de Comsigua aplicando la metodología del DFC. Pero esto no obsta para que se deban utilizar otros enfoques para contrastar el valor obtenido. El Tribunal los analizará a continuación.

A. Múltiplos de mercado

706. Este enfoque ha sido propuesto por la Demandante.
707. Sus peritos han seleccionado las siguientes empresas comparables⁷⁶⁰:

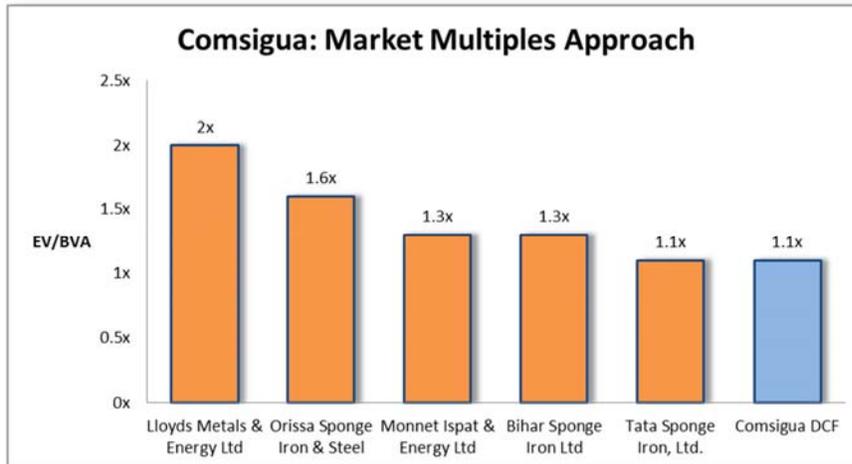
	Enterprise Value	Market Capitalization	Book Value of Equity	Book Value of Assets
<i>As of April 2008</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>	<i>US\$ Million</i>
Bihar Sponge Iron Ltd	95.30	65.15	33.65	74.81
Monnet Ispat & Energy Ltd	803.25	622.76	274.76	629.51
Tata Sponge Iron, Ltd.	125.82	109.31	60.88	118.45
Lloyds Metals & Energy Limitec	239.32	191.47	43.96	121.23
Orissa Sponge Iron & Steel	181.44	118.50	39.73	110.03

708. Según sus propios cálculos, a 30 de abril de 2008 el valor ajustado en libras de los fondos propios de Comsigua era 172 millones USD⁷⁶¹ y 253,9 millones USD el valor ajustado en libras de sus activos⁷⁶².
709. Los siguientes diagramas, elaborados por el Tribunal Arbitral a partir de los datos proporcionados por las Demandantes, comparan las ratios EV/BVA y Precio/BVE (proporcionados por la Demandante), y la ratio de Comsigua, calculada dividiendo el valor que resulta del DFC (294 millones USD) entre el valor ajustado en libras de los fondos propios (172 millones USD) y del de los activos (253,9 millones USD):

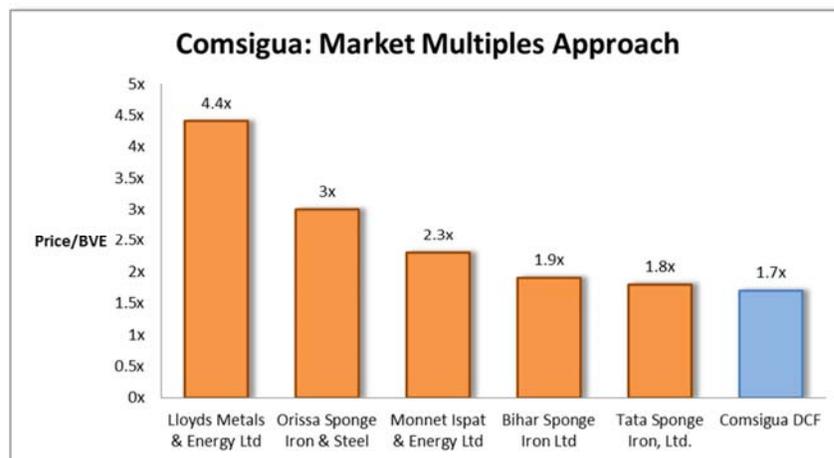
⁷⁶⁰ CLEX-5, Financial Data.

⁷⁶¹ Abdala/Zadicoff I, p. 37.

⁷⁶² Abdala/Zadicoff I, p. 38.



710. En el primer diagrama se muestra el valor de los fondos propios de Comsigua, obtenido a través del DFC, expresado como múltiplo del valor en libras de sus activos. El múltiplo asciende a 1,1x⁷⁶³. Comsigua se sitúa la última, por tener el múltiplo más bajo de las otras cinco empresas comparables.



711. El segundo diagrama refleja el valor de los fondos propios de Comsigua, resultado del DFC, expresado como múltiplo del valor en libras de los fondos propios. El múltiplo es de 1,7x⁷⁶⁴. Comsigua, de nuevo, se coloca en última posición, frente a sus empresas comparables.

* * *

712. En conclusión, los diagramas muestran que Comsigua se sitúa hacia el final de la cola, aunque cercana a las empresas de referencia. El Tribunal Arbitral habría

⁷⁶³ 294/253,9.

⁷⁶⁴ 294/172.

esperado que su valor la situara más centrada, como se habría correspondido con un multiplicador de 1,25x del BVA y de 2x del BVE.

713. Aplicando un multiplicador de 1,25x del BVA y de 2x del BVE, resulta un valor de la participación de Talta en Comsigua de 24,06 millones USD⁷⁶⁵ y 26,08 millones USD⁷⁶⁶.

B. Transacciones comparables

714. Las Partes se han referido a tres transacciones potencialmente comparables: la compra de las acciones de IFC, la valoración de Venprecar y Orinoco Iron y, por último, a la que más atención han dedicado: a la compensación pagada a los Accionistas Japoneses.

a. La compra de las acciones de IFC

715. El perito Hart de la Demandada se ha referido a la operación realizada en mayo de 2007, por la que Comsigua le compró a uno de sus accionistas (IFC) sus 4,75 millones de acciones por un precio de 19 millones USD. Aplicando el mismo precio, el valor del 7,58% del accionariado en manos de la Demandante ascendería a 16,6 millones USD.

716. Los expertos de la Demandante han señalado que las circunstancias de mercado de mayo de 2007 y de abril de 2008 no son comparables: debido a que el precio del HBC (el producto producido por Comsigua) aumentó en ese año en un 40%⁷⁶⁷, las empresas de este sector experimentaron una fuerte revalorización, que los peritos calculan entre un 74% y un 140%⁷⁶⁸.

717. El Tribunal Arbitral acepta la crítica de los expertos de la Demandante y entiende que el valor de Comsigua implícito en la transacción con IFC en mayo de 2007 no puede tomarse *per se* como indicativo de su valor en abril de 2008, sin realizar los ajustes debidos:

- Por el mero transcurso de tiempo: si la cuantía de mayo de 2007 se capitaliza a la tasa de descuento utilizada en el DFC, el valor pasa de 16,6 a 20 millones USD⁷⁶⁹.
- Por la apreciación del precio del HBC: tomando como referencia la empresa comparable que menos se revalorizó según los cálculos de los peritos (74%)

⁷⁶⁵ 253,9 millones USD x 1,25 * 7,58%. Para los cálculos el Tribunal Arbitral ha utilizado los números enteros que aparecen en los datos facilitados por los peritos, aunque el Laudo sólo refleja las cantidades redondeadas.

⁷⁶⁶ 172 millones USD x 2 * 7,58%. Para los cálculos el Tribunal Arbitral ha utilizado los números enteros que aparecen en los datos facilitados por los peritos, aunque el Laudo sólo refleja las cantidades redondeadas.

⁷⁶⁷ Abdala/Zadicoff II, párr. 65.

⁷⁶⁸ Abdala/Zadicoff II, párr. 69.

⁷⁶⁹ 16,6 * (1+20,47%).

y aplicándolo al valor de mayo de 2007, resulta un valor en abril de 2008 de 28,88 millones USD⁷⁷⁰.

718. El Tribunal Arbitral estima que la transacción con IFC es indicadora de un valor de la inversión de la Demandante en Comsigua a 30 de abril de 2008 de entre 20 y 29 millones USD.

b. El valor de Venprecar y Orinoco Iron

719. Los peritos Abdala/Zadicoff se han referido a la valoración de las empresas Venprecar y Orinoco Iron que, según los estados financieros de su matriz, en junio de 2009 ascendía a 1.200 millones USD. Y para hallar un punto de comparabilidad, la Demandante decide traducir ese valor en precio por tonelada producida. Aplicado este precio/tonelada de producción a la producción de Comsigua, resultaría un valor de 29 millones USD para la participación de Tavsa en Comsigua⁷⁷¹.

720. La Demandada halla excesivamente simplista el expresar el valor en términos de capacidad; especialmente, dadas las diferencias en la capacidad de las plantas de estas empresas entre sí.

721. El Tribunal Arbitral acepta que la vinculación del valor a la capacidad productiva sea una simplificación y por ello el Tribunal Arbitral dará prevalencia a otras transacciones comparables a la hora de fijar el valor de Comsigua.

c. La compra de las acciones de los Accionistas Japoneses

722. En mayo de 2011 CVG compró las acciones de un grupo de Accionistas Japoneses, que en total, poseía el 73,37% del accionariado de Comsigua, por 232,9 millones USD⁷⁷². Los mismos términos económicos de la operación con los Accionistas Japoneses son los que subyacen a la recomendación que la gerencia de CVG hizo el 17 de abril de 2012 para la compra de las acciones de la Talta por 24 millones USD, con un pago inicial de 8 millones USD y los restantes 16 millones USD en diez cuotas pagaderas semestralmente y con 3% de intereses, y la constitución de una fianza por parte de Talta.

723. El perito Hart ve en esta operación⁷⁷³ un buen indicativo del valor de Comsigua que alcanzaría 14,76 millones USD en abril de 2012⁷⁷⁴:

- 21,15 millones USD del precio ofrecido, descontado cada pago aplazado a la rentabilidad del bono venezolano (11,44%) y aplicando un 3% de intereses;
- menos 2,4 millones USD porque Talta debía otorgar una fianza por el 10% del precio ofrecido para hacer frente a posibles pasivos de Comsigua;

⁷⁷⁰ 16.6 * (1+74%).

⁷⁷¹ H 3, diapositiva 28.

⁷⁷² Hart I, párr. 105.

⁷⁷³ Puesto que los términos eran idénticos, los peritos de ambas Partes han considerado una sola operación.

⁷⁷⁴ Hart I, Anexo 4.

- menos un 21,26% como descuento por tratarse de una participación minorista.

724. Los expertos Abdala/Zadicoff niegan toda fiabilidad a este enfoque, porque entienden que una venta forzada al Estado no puede ser indicativa del *fair market value*, que es el valor que se pretende hallar. Y además, cuestionan los cálculos de la Demandada⁷⁷⁵.

Posición del Tribunal Arbitral

725. El Tribunal va a determinar primero cuál es el valor correcto de la compensación propuesta por el Estado.

726. El punto de partida debe ser el cálculo del perito Hart, que es el que ha analizado con mayor profundidad esta compra como indicativa del valor de Comsigua⁷⁷⁶:

Payment Date	5/15/2012	11/15/2012	5/15/2013	11/15/2013	5/15/2014	11/15/2014	5/15/2015	11/15/2015	5/15/2016	11/15/2016	5/15/2017	Total Undiscounted Values
Principal Payment ¹	\$ 8,056,993.00	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 1,600,174.40	\$ 24,058,737.00
Interest Balance		\$ 16,001,744.00	\$ 14,401,569.60	\$ 12,801,395.20	\$ 11,201,220.80	\$ 9,601,046.40	\$ 8,000,872.00	\$ 6,400,697.60	\$ 4,800,523.20	\$ 3,200,348.80	\$ 1,600,174.40	
Interest Payment		\$ 240,026.16	\$ 216,023.54	\$ 192,020.93	\$ 168,018.31	\$ 144,015.70	\$ 120,013.08	\$ 96,010.46	\$ 72,007.85	\$ 48,005.23	\$ 24,002.62	\$ 1,320,143.88
Total Payment	\$ 8,056,993.00	\$ 1,840,200.56	\$ 1,816,197.94	\$ 1,792,195.33	\$ 1,768,192.71	\$ 1,744,190.10	\$ 1,720,187.48	\$ 1,696,184.86	\$ 1,672,182.25	\$ 1,648,179.63	\$ 1,624,177.02	\$ 25,378,880.88
Discounted Recommended Price	\$ 21,150,609.54											
Contribution to Liabilities ¹	\$ 2,405,873.70											
Net Recommended Price	\$ 18,744,735.84											
Minority Discount % ¹	21.26% *											
Minority Discount \$	\$ 3,985,130.84											
Net Recommended Price	\$ 14,759,605.00											
Adjusted for Minority Discount	\$ 14,759,605.00											

727. El Tribunal Arbitral analizará a continuación las críticas planteadas por Abdala/Zadicoff:

(i) Precio ofertado

728. La Demandante señala que el precio considerado por Hart es 10 millones USD inferior al ofertado.

729. El Tribunal Arbitral intuye que la crítica proviene del hecho de que el precio final descontado y ajustado por Hart ascienda a 14.759.605 USD, cuando la oferta nominal era de 24.058.737 USD.

730. La crítica no puede ser aceptada. El ejercicio consiste, precisamente, en saber cuál era el precio que el Estado estaba dispuesto a pagar por las acciones de Talta en Comsigua en un solo vencimiento en abril de 2012. Y, en todo caso, para despejar cualquier duda, la cuantía que figura en la última columna, que se corresponde con el monto principal sin descontar, es 24.058.737 USD.

⁷⁷⁵ Abdala/Zadicoff II, párr. 74.

⁷⁷⁶ Hart I, Anexo 4.

(ii) Intereses

731. Abdala/Zadicoff se quejan de que el perito Hart no haya incluido los intereses, a pesar de que la oferta preveía su devengo.

732. Efectivamente, la oferta establecía lo siguiente⁷⁷⁷:

“Diez (10) cuotas semestrales y consecutivas, representadas en 10 pagarés por un monto de 1.600.174,00 USD cada uno. Adicionalmente a cada cuota, se le deberá sumar los intereses generados por cada uno de los pagarés al momento de la ejecución de su pago, calculados al 3% anual”.

733. El Tribunal Arbitral no alcanza a entender bien la crítica de Abdala/Zadicoff, puesto que el perito Hart claramente ha incluido en sus cálculos los intereses devengados. Y los ha calculado de la siguiente forma:

- ha tomado como principal el saldo vivo del precio total pactado;
- ha aplicado un método de cálculo de intereses simple;
- el período de devengo es siempre de un semestre.

734. Este proceder es correcto.

(iii) Descuento

735. El siguiente paso es el descuento de cada pago de intereses y del pago de la cuota de 1.600.174 USD hasta el momento inicial.

736. El perito Hart ha utilizado una tasa del 11,44%, que es el equivalente al rendimiento del bono venezolano a siete años⁷⁷⁸. La Demandante cuestiona que la tasa de descuento deba ser ajustada para reflejar el riesgo de impago venezolano⁷⁷⁹.

737. El Tribunal Arbitral no está de acuerdo con ninguna de las dos Partes:

- No está de acuerdo con la Demandante porque los pagos del Estado deben ser descontados al tipo que represente el riesgo de la operación; es decir, la tasa exigible a los títulos emitidos por el Estado con un vencimiento semejante, que en este caso es de cinco años.
- Pero no está de acuerdo con la Demandada en que el 11,44% que utiliza refleje el rendimiento de la deuda soberana para una inversión a cinco años. Para empezar, el perito Hart dice haber tomado el rendimiento del bono a siete años⁷⁸⁰, cuando la operación tenía una duración de cinco años (hasta 2017); además existían en el mercado bonos de deuda pública – el TICC042017

⁷⁷⁷ CRED-59, p. 4

⁷⁷⁸ T., p. 1030:20.

⁷⁷⁹ T., p. 872:18–21.

⁷⁸⁰ T., p. 1030; si bien en Hart I, párr. 110 se refiere al bono con vencimiento a cuatro años.

(cupón 6,25%) y los bonos PDVSA 2017 emisión octubre de 2010 (cupón 5,25%) y PDVSA 2017N emisión octubre de 2011 (cupón 8,5%) – que vencían precisamente en 2017, y que, por lo tanto parecen más indicados para calcular la tasa de descuento. Finalmente, el Tribunal Arbitral alberga dudas sobre si el 11,44% sugerido está correctamente calculado⁷⁸¹.

738. El Tribunal Arbitral estima que una tasa de descuento del 6,25% refleja adecuadamente el riesgo de una operación de venta de acciones realizada en el año 2012 y en la que el precio de los títulos quedase pospuesto durante un plazo de cinco años.

739. El importe de los pagos fraccionados y los intereses, descontado a la fecha inicial a la tasa del 6,25% asciende a 14.768.469 USD⁷⁸².

740. A este importe hay que sumarle aún el pago inicial de 8.056.993 USD comprometido. En total, 22.825.462 USD. Éste es el precio ofrecido por el Estado, si hubiera sido pagadero en el acto (y no en pagos fraccionados).

(iv) Fianza

741. El perito Hart deduce del precio descontado un 10% sobre el precio ofertado en concepto de fianza que debe prestar Talta.

742. La Demandante no niega que la oferta exigiese esa fianza; lo que argumenta es que los Accionistas Japoneses obtuvieron su compensación íntegra, sin deducción por la fianza⁷⁸³, y que a Talta se le debían aplicar los mismos términos. Y añade que en el momento en que se hizo la oferta era incierto si iba a ser necesario ejecutar la fianza por la aparición de pasivos⁷⁸⁴.

743. El Tribunal Arbitral toma nota de que la oferta establece lo siguiente⁷⁸⁵:

“La empresa TALTA – Trading e Marketing, Lda. debe otorgar a la CVG una Fianza equivalente a 10% del monto total del precio (2.405.873,74 USD), para garantizar el pago efectivo de todos los pasivos que surjan o pudieran surgir, en fecha posterior a la firma del Contrato de Cesión de Acciones, y que correspondan a su administración”

⁷⁸¹ Hart I, párr. 110 remite a CRED-32, que parece ser una impresión de una página web (que el perito dice ser investing.com, pero que no figura en la impresión) donde aparecen los rendimientos de bonos venezolanos a dos, cuatro (rendimiento 11,435%), seis, 15 y 20 años; mas no figura la fecha en la que se calculó dicho rendimiento. El Tribunal Arbitral ha acudido a la web investing.com (la misma fuente utilizada por el perito) y ha consultado los rendimientos de los bonos de Venezuela hace un año (por no permitir la web retrotraerse más en el tiempo) y el dato que dan para el rendimiento del bono a cinco años es exactamente 11,435%; lo que hace sospechar que el perito Hart, que preparó su informe en octubre de 2014, dio el rendimiento del bono contemporáneo – no del vigente en 2012.

⁷⁸² El Tribunal Arbitral ha descontado cada pago calculado por el perito Hart aplicando la fórmula $(1+6\%)^{-n}$, siendo n el tiempo transcurrido entre el 15 de mayo de 2012 y el pago.

⁷⁸³ T., pp. 1208 y 1209.

⁷⁸⁴ T., p. 1209.

⁷⁸⁵ CRED-59, p. 5.

744. Y que también menciona que la compra de las acciones a Talta se realiza⁷⁸⁶:

“... en las mismas condiciones que fueron negociadas las acciones de las empresas japonesas”.

745. El Tribunal Arbitral ha analizado el texto de la oferta y los argumentos de las Partes y, de nuevo, da la razón parcial a cada una de ellas:

- La Demandante está en lo cierto cuando rechaza que se practique una deducción en el precio por el 100% de la cantidad afianzada: la oferta no establecía una reducción en el precio, sino la prestación de una fianza, que podría o no ser ejecutada, en función de que aparecieran pasivos ocultos; pero el que los Accionistas Japoneses hayan visto o no su fianza ejecutada es irrelevante por tratarse de hechos posteriores en el tiempo y desconocidos entonces.
- La Demandada tiene razón en que la prestación de una fianza tiene un efecto reductor en el valor de la oferta porque existe un riesgo de que si sea ejecutada – la cuestión a determinar es cuán probable era que aparecieran pasivos ocultos durante los cuatro años de vigencia de la fianza. En la Audiencia el Tribunal Arbitral planteó esta cuestión al perito Hart, sugiriendo la aplicación de un 50% de factor reductor⁷⁸⁷; el perito contestó lo difícil que resulta hacer este tipo de apreciaciones pero no descartó el porcentaje propuesto como descabellado. Éste será, pues, el porcentaje que aplicará el Tribunal.

746. Así, el Tribunal Arbitral estima que, si la cantidad afianzada era de 2.405.874 USD, su efecto sobre el precio es una reducción en la mitad de su importe (1.202.937 USD). El precio ofertado queda valorado en 21.622.525 USD⁷⁸⁸.

(v) Descuento por minoritario

747. El siguiente ajuste que Hart aplica es una reducción del precio por el hecho de ser Comsigua un accionista minoritario. Talta se opone, alegando básicamente que la compensación debía pagarse a todos los accionistas por igual con independencia de que fueran mayoritarios o minoritarios y, de hecho, así se hizo con los Accionistas Japoneses (que individualmente, eran minoritarios).

748. El Tribunal Arbitral está de acuerdo con Talta. La oferta hecha por el Estado no mencionaba ningún descuento y, por lo tanto, no hay razón para entender que hubiera uno implícito: la oferta era la que era. Y, además, la Demandante tiene toda la razón en señalar que a los Accionistas Japoneses se les pagó un solo precio, sin diferenciar entre quienes vendieran una participación accionarial mayor o una menor, siendo todos ellos individualmente, accionistas minoritarios al igual que Comsigua.

⁷⁸⁶ CRED-59, p. 4.

⁷⁸⁷ T., pp. 1210–1212.

⁷⁸⁸ 22.825.462 – 1.202.937 USD.

749. No procede, por lo tanto, aplicar ningún ajuste adicional al precio. El valor de la participación de Talta en Comsigua, implícito en la oferta de compra del Gobierno, es de 21.622.525 USD.

* * *

750. El Tribunal Arbitral tiene ante sí distintos cálculos indicativos, con mayor o menor grado de fiabilidad, del valor de Comsigua:

- Múltiplos de mercado: entre 24,06 y 26,07 millones USD, en media, 25,065 millones USD;
- Compra de acciones de IFC: entre 20 y 29 millones USD, en media, 24,5 millones USD;
- Valor de Venprecar y Orinoco Iron: 29 millones USD;
- Compensación a Accionistas Japoneses: 21,62 millones USD.

751. Los anteriores enfoques vienen a demostrar que el valor obtenido a través del descuento de flujos de caja (22,3 millones USD) están en la banda baja y, por lo tanto, debe ser aumentado.

752. Y para determinar la cuantía del aumento el Tribunal Arbitral ha decidido establecer un orden de prelación entre los indicadores antes relatados:

- (i) a la cabeza se sitúa la compensación a los Accionistas Japoneses, que representa el valor que el Estado asignaba a las participaciones. Mas el Tribunal Arbitral también acepta la crítica de que no es indicativo de un *fair market value*, sino del precio de una venta forzada; y por tanto el Tribunal Arbitral determina que ese precio sea indicativo del valor mínimo de la participación de Talta en Comsigua y le asigna un factor de ponderación de 0,3;
- (ii) seguido de la compra de acciones de IFC por ser indicativa del valor de Comsigua en un momento anterior a la expropiación, si bien bajo circunstancias de mercado menos favorables que aquéllas imperantes cuando se produjo la expropiación, y por tanto el Tribunal le asigna un factor de ponderación de 0,26;
- (iii) los múltiplos de mercado tienen una fiabilidad más limitada, por no constar que los peritos hayan homogeneizado los datos, así el factor de ponderación es de 0,24; y
- (iv) por último, la valoración de Venprecar y Orinoco Iron, porque el Tribunal Arbitral considera que la expresión del valor en términos de capacidad productiva es de dudosa fiabilidad y le asigna por tanto una ponderación de 0,2.

753. Atendiendo al anterior orden de prelación, el Tribunal Arbitral ha atribuido los factores de ponderación, que aplica al valor correspondiente:

- Compensación a Accionistas Japoneses: 0,3 x 21,62 millones USD;
- Compra de acciones de IFC: 0,26 x 24,5 millones USD;
- Múltiplos de mercado: 0,24 x 25,065 millones USD;
- Valor de Venprecar y Orinoco Iron: 0,2 x 29 millones USD.

754. El resultado de las anteriores ponderaciones es que el valor de la participación de Talta en Comsigua es de **24.672.357 USD**.

* * *

755. El Tribunal Arbitral hace constar que el valor de mercado del porcentaje accionarial de las Demandantes en Comsigua (24.672.357 USD) es superior a los 24,1 millones USD ofrecidos por la República. Por lo tanto, como indicaron las Demandantes, no es necesario que el Tribunal Arbitral entre a decidir sobre las pretensiones subsidiarias basadas en un supuesto trato injusto e inequitativo, trato discriminatorio y violación de la cláusula de nación más favorecida⁷⁸⁹.

⁷⁸⁹ CV, párr. 321.

VIII. INTERESES

756. Las Demandantes solicitan una condena en intereses.

757. El devengo de intereses es una cuestión tratada en los AAPRI:

- El APRI Portugal establece que “la indemnización devengará intereses a la tasa de cambio aplicable en la fecha en la que se haga efectiva la operación, en el territorio en el que esté situada la inversión”⁷⁹⁰.
- En el APRI Luxemburgo figura que “[las indemnizaciones] percibirán intereses a la tasa comercial normal desde la fecha de su determinación hasta la fecha de pago”⁷⁹¹.

758. Las Partes discuten cuál ha de ser el tipo de interés aplicable.

1. LAS DEMANDANTES

759. Alegan las Demandantes que, sea cual sea el tipo de interés aplicable, éste debe garantizar una compensación integral; es decir, las Demandantes deben quedar en una situación equivalente a aquélla en la que estarían de no haberse producido el ilícito⁷⁹².

760. Las Demandantes entienden que la tasa que otorga una compensación integral es la que refleja el coste de oportunidad de no haber tenido a su posición los fondos debidos; es decir, el WACC⁷⁹³ y no una tasa libre de riesgo:

- Los AAPRI no mencionan una tasa libre de riesgo⁷⁹⁴;
- Las Demandantes *de facto* han estado prestando dinero a Venezuela, por lo que no hay razón para aplicar una tasa libre de riesgo a ese préstamo, cuando el coste para Venezuela de endeudarse habría sido mucho mayor (9,8% en abril de 2008)⁷⁹⁵;
- Se han dictado reiterados laudos declarando que no debe otorgarse una tasa libre de riesgo, sino aquélla que compensa por la falta de oportunidades inversoras durante el tiempo en que la compensación estaba debida y no fue desembolsada⁷⁹⁶;

⁷⁹⁰ APRI Portugal, Art. IV.1.c).

⁷⁹¹ APRI Luxemburgo, Art. 4.2.

⁷⁹² CV, párr. 297.

⁷⁹³ CV, párr. 297.

⁷⁹⁴ CV, párr. 300.

⁷⁹⁵ CV, párr. 301.

⁷⁹⁶ CV, párrs. 298 y 299.

- El propio perito Hart utilizó una tasa del 11,44% para descontar los pagos fraccionados en la transacción con los Accionistas Japoneses⁷⁹⁷.

761. Las Demandantes solicitan también la capitalización de intereses⁷⁹⁸, por ser este método de cómputo el que mejor permite una reparación integral de los perjuicios, como bien reconocen laudos anteriores⁷⁹⁹. Y la mención en los AAPRI a la “tasa comercial normal” permite entender que se esté refiriendo a una capitalización de intereses⁸⁰⁰. La capitalización debería ser anual, dado que el coste de los fondos propios se mide tomando como base el rendimiento anual esperado⁸⁰¹.

2. LA DEMANDADA

762. El perito de daños contratado por Venezuela se pronuncia en contra de las propuestas de las Demandantes.

763. Hart aclara que está de acuerdo en que las Demandantes obtengan intereses, si este Laudo ha de condenar al pago de una compensación, pero otorgar intereses al tipo del WACC resulta de todo punto inapropiado⁸⁰².

764. Hart ha analizado el clausulado de los AAPRI en materia de intereses y concluye que el tipo “comercial normal” debe entenderse como el tipo de interés moratorio en operaciones comerciales⁸⁰³. El experto aboga por utilizar el tipo de interés que aparece en los acuerdos parasociales de Comsigua (LIBOR seis meses + 2% anual) como referencia para tal tasa⁸⁰⁴.

765. No obstante, el perito también se muestra partidario de aplicar otro tipo de interés alternativo, por ser el utilizado con mayor frecuencia en laudos del CIADI: la tasa de rentabilidad del bono del Estado de los EE.UU. a 10 años⁸⁰⁵.

766. Ante la sugerencia de contrario de aplicar el WACC como tipo de interés, el experto muestra su sorpresa y asevera no haber visto laudos que otorgaran tal tipo de interés⁸⁰⁶; el perito defiende que en el caso de *Saur* el Tribunal Arbitral no concedió el WACC como tipo de interés, sino que aplicó el tipo pactado por las partes como la tasa de retorno garantizada⁸⁰⁷.

⁷⁹⁷ CV, párr. 302.

⁷⁹⁸ CV, párr. 303.

⁷⁹⁹ CV, párrs. 304 y 305.

⁸⁰⁰ CV, párr. 306.

⁸⁰¹ CV, párr. 308.

⁸⁰² Hart II, párr. 199.

⁸⁰³ Hart II, párr. 202.

⁸⁰⁴ Hart II, párr. 203.

⁸⁰⁵ Hart II, párr. 204.

⁸⁰⁶ Hart II, párr. 181.

⁸⁰⁷ Hart II, párr. 207.

767. En cuanto a si han de capitalizarse los intereses, Venezuela sostiene que ni los AAPRI⁸⁰⁸ ni la práctica generalizada prevén esta posibilidad⁸⁰⁹; y añade que los intereses simples sí producen una reparación plena⁸¹⁰.

3. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

768. Los AAPRI contienen un pacto genérico sobre el tipo de interés aplicable. Éste debe ser:

- una tasa comercial normal,
- y el APRI de Portugal añade la precisión de que la tasa debe ser la vigente en Venezuela.

769. Más dentro de ese marco, el Tribunal Arbitral goza de discreción para la determinación del tipo de interés. En este caso, las propuestas de los peritos se mueven entre:

- El WACC para la compensación por la expropiación de Tavsya y el coste de los recursos propios para el caso de Comsigua;
- LIBOR para depósitos en USD a seis meses + 2%;
- Rentabilidad del bono del Estado de los EE.UU. a 10 años.

770. El Tribunal no es de la opinión de que el WACC y la rentabilidad del bono del Estado de los EE.UU. sean “tasas comerciales normales” y “vigentes en Venezuela” como exigen los AAPRI, y por lo tanto desecha su aplicación. Sin embargo, el Tribunal estima que el LIBOR más un marginal sí cumpliría estos requisitos:

- Es una tasa comercial normal: el LIBOR es el tipo de interés que se aplica en el mercado interbancario de Londres y que se fija diariamente por la Asociación de Banqueros Británicos para depósitos interbancarios a diversos plazos y en diversas divisas; es universalmente aceptado como referencia para la fijación de tasas de interés en préstamos, depósitos y demás instrumentos financieros, y en la práctica financiera, los préstamos bancarios a clientes devengan un tipo LIBOR interbancario más un margen.
- Es una tasa vigente en Venezuela: los operadores económicos que actúan en Venezuela utilizan con frecuencia el LIBOR, como demuestra el hecho de que el Addendum nº 5 del Acuerdo Parasocial de Comsigua⁸¹¹, en su cláusula 9, referencia al LIBOR los intereses devengados sobre las cuantías debidas por los accionistas a Comsigua o viceversa.

771. En consecuencia, el Tribunal Arbitral decide que los intereses moratorios a satisfacer por Venezuela se calculen en base al LIBOR para depósitos cifrados en

⁸⁰⁸ RV, párr. 268.

⁸⁰⁹ RV, párr. 270.

⁸¹⁰ RV, párr. 269.

⁸¹¹ CLEX-19.

USD, con una vigencia de un año, modificándose el tipo, para ajustarse a los cambios en el mercado, por años vencidos.

772. Resta por definir el margen apropiado por encima del LIBOR. El perito Hart propone un 2%. El Tribunal Arbitral estima que esta cifra, que pudo ser apropiada en otras circunstancias económicas, no lo es en las actuales, caracterizadas por unos tipos de interés extremadamente bajos (e incluso negativos). Por ello el Tribunal estima que un margen del 4% es el que resarce adecuadamente al inversor por la falta de disponibilidad de los fondos y los riesgos financieros asumidos.
773. Por último, el Tribunal debe determinar si los intereses se han de capitalizar o no tras cierto período. A este respecto nada dicen los AAPRI. El Tribunal opina que en un cálculo de interés con base en el LIBOR la capitalización es financieramente imprescindible para compensar al inversor. En efecto: la finalidad de los intereses es compensar el coste financiero externo en el que la Demandante hipotéticamente tendría que haber incurrido para cubrir el déficit causado por el retraso en el pago de la indemnización. Si la Demandante hubiera obtenido en condiciones normales de mercado un préstamo a LIBOR a un año, habría tenido que pagar los intereses anualmente a partir del *dies a quo* y, de no hacerlo, se habrían acumulado al principal devengando nuevos intereses a partir de ese momento. Por ello, para mantener a la Demandante plenamente indemnizada, es necesario que el laudo permita la capitalización anual de intereses.
774. Finalmente, el Tribunal constata que las Demandantes solicitan el mismo tipo de interés a efectos compensatorios y de mora procesal⁸¹².
775. En conclusión, el Tribunal Arbitral ha decidido que:
- Los intereses se devenguen sobre un capital principal de 112.345.530 USD [los “**Intereses Tavsa**”] y de 24.672.357 USD [los “**Intereses Comsigua**”];
 - Los Intereses Tavsa y los Intereses Comsigua se devenguen a una tasa equivalente a la del LIBOR en USD para depósitos a a un año aumentada en 4% anual;
 - Los Intereses Tavsa y los Intereses Comsigua se devenguen desde el 30 de abril de 2008 hasta la fecha de pago efectivo, redefiniéndose el tipo de interés cada año a partir de esa fecha;
 - Los Intereses Tavsa y los Intereses Comsigua devengados se capitalicen anualmente, coincidiendo con la determinación del nuevo tipo de interés aplicable al siguiente período;
 - Los Intereses Tavsa serán pagados a Tenaris y los Intereses Comsigua a Talta, de acuerdo con lo resuelto por el Tribunal Arbitral en el párr. 402 *supra*.

⁸¹² CI, párr. 231.

IX. FISCALIDAD

776. Las Partes discuten si el Laudo debe contener una declaración expresa, manteniendo a las Demandantes indemnes frente a la tributación que la República venezolana u otros Estados pudieran aplicar sobre los pagos ordenados en esta decisión. El Tribunal explicará la posición de las Partes **(1.)** y adoptará una decisión **(2.)**, para a continuación analizar una cuestión específica: el posible impacto del art. 5 APRI Luxemburgo **(3.)**.

1. POSICIÓN DE LAS PARTES

777. Las Demandantes sostienen que las valoraciones de los peritos Abdala/Zadicoff han sido realizadas netas de impuestos venezolanos. Por tanto, cualquier impuesto que Venezuela reclamara sobre la indemnización supondría una doble imposición⁸¹³. Por ello las Demandantes reclaman, en aras de conseguir una reparación integral, que el Tribunal declare que:

- el Laudo es neto de impuestos venezolanos⁸¹⁴; y
- Venezuela no puede reclamar ningún tipo de tributo sobre el Laudo⁸¹⁵.

778. También reclaman que Venezuela indemnice a las Demandantes frente a cualquier deuda tributaria que pudiera surgir en Luxemburgo, Portugal u otro lugar. La lógica que subyace a esta reclamación es que estas deudas también serían consecuencia del ilícito venezolano: de no haber incumplido Venezuela los AAPRI, no se habría obtenido la indemnización, y no se habría generado una renta gravable⁸¹⁶.

779. El perito Hart, designado por la República Bolivariana, resalta que las Demandantes no han especificado cuál es el riesgo tributario al que dicen enfrentarse, por lo que tilda la reclamación de especulativa y aboga por su desestimación⁸¹⁷.

780. Venezuela añade que el texto de los AAPRI limita el rol del Tribunal a determinar si se produjo o no un incumplimiento de las obligaciones en ellos contenidas y, en su caso, fijar el monto de la indemnización pagadera; pero los AAPRI no otorgan al Tribunal la facultad adicional para pronunciarse de manera puramente declaratoria y sobre un tema tan importante para la soberanía como es el poder tributario⁸¹⁸.

781. En cuanto a la petición indemnizatoria frente a deudas tributarias devengadas en el extranjero, Venezuela lo considera un beneficio injustificado. Las Demandantes no

⁸¹³ CV, párr. 309.

⁸¹⁴ CV, párr. 309.

⁸¹⁵ CV, párr. 309.

⁸¹⁶ CV, párr. 319, (g).

⁸¹⁷ Hart II, párr. 208.

⁸¹⁸ RV, párr. 273.

han explicado cuáles son los impuestos, en qué forma habrían de causarles daños, ni el nexa causal con los ilícitos⁸¹⁹.

2. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

782. Las Demandantes plantean dos solicitudes bien diferenciadas:

- En cuanto a impuestos que se pudieran devengar en Venezuela (**A.**) las Demandantes piden que el Tribunal Arbitral ordene a Venezuela no reclamar tributos sobre el Laudo y, subsidiariamente, que el Tribunal dicte que el Laudo es neto de impuestos venezolanos; y
- En cuanto a los impuestos que se pudieran exigir en otras jurisdicciones (**B.**), que el Tribunal Arbitral ordene a Venezuela indemnizar a las Demandantes por su imposición.

A. La reclamación de impuestos en Venezuela

783. La primera solicitud planteada por las Demandantes consiste en que el Tribunal Arbitral ordene al Estado venezolano que se abstenga de gravar la compensación otorgada. Esta solicitud no puede prosperar.

784. Las Demandantes no han explicado sobre qué base jurídica este Tribunal Arbitral tendría poder para dictar la decisión pretendida. Los AAPRI y el Convenio de Washington desde luego no la ofrecen, pues estas fuentes normativas solo autorizan al Tribunal Arbitral a decidir si Venezuela ha incumplido las obligaciones asumidas en los AAPRI y, de ser así, a fijar la indemnización apropiada para resarcir el daño causado; pero no le permiten ordenar a un Estado soberano, como lo es la República Bolivariana de Venezuela, que se abstenga de imponer la tributación que estime oportuna sobre cualquier hecho imponible.

785. Cuestión distinta es la que las Demandantes plantean en su segunda petición: que el Tribunal Arbitral declare que la cuantía compensatoria es neta de impuestos.

786. El punto de partida es el siguiente: las Demandantes son sociedades luxemburguesa y portuguesa, y por tanto, con domicilio fiscal fuera de Venezuela. Las Demandantes pretenden garantizar que la cuantía que, efectivamente reciban, no se vea cercenada por una posible tributación venezolana, sino que sea igual a la ordenada en este Laudo.

787. Los AAPRI exigen al Estado el:

“... pago de una indemnización inmediata, adecuada y efectiva...”⁸²⁰.

⁸¹⁹ RV, párr. 274.

⁸²⁰ Art. IV c) APRI Portugal y Art. 4.c) APRI Luxemburgo.

“Las indemnizaciones... serán pagadas sin retraso injustificado y serán libremente transferibles”⁸²¹.

788. El Tribunal Arbitral opina que los AAPRI apoyan la petición de las Demandantes: en este caso la indemnización adecuada asciende a 137.017.887 USD⁸²² más los intereses devengados hasta el pago efectivo. Y estos 137.017.887 USD más intereses deben ser pagados de forma efectiva y deben ser libremente transferibles. Esto significa que dichas cuantías son las que realmente deben entrar en el patrimonio de las Demandantes, personas jurídicas que no tienen su residencia fiscal en Venezuela.
789. Si la indemnización pudiera quedar sujeta a tributación en Venezuela, y Venezuela pretendiera aplicar una compensación entre la indemnización y el tributo, la indemnización efectivamente pagada sería menor a la establecida en este Laudo y la República Bolivariana estaría incumpliendo las obligaciones asumidas en los AAPRI. La cadena causal se cumple: la minoración patrimonial que sufrirían las Demandantes sería imputable únicamente a actos de Venezuela, pues Venezuela sería la beneficiaria del impuesto cuya exigencia disminuye la compensación.
790. De no ser así, *reductio ad absurdum*, Venezuela podría imponer un tributo que gravara en un 99% las indemnizaciones pagaderas en virtud de un laudo internacional, y reducir el pago efectivo al 1% de la condena. El Laudo se quedaría así vacío de contenido.
791. En definitiva, si Venezuela gravara la indemnización con algún tributo que, una vez saldado, minorara el flujo que hubiera de entrar en el patrimonio de las Demandantes, Venezuela tendrá la obligación de aumentar la cuantía indemnizatoria, de forma que la suma neta tras el pago (o la compensación) de impuestos, alcance 137.017.887 USD más los intereses devengados y condena en costas.
792. En conclusión, el Tribunal Arbitral acoge la pretensión de las Demandantes: la compensación a que condena el Laudo será neta de impuestos venezolanos.

B. La reclamación de impuestos en el país de residencia

793. Las Demandantes van aún un paso más allá y piden que Venezuela las mantengan indemnes por las deudas tributarias que pudieran devengarse en Portugal y en Luxemburgo (los domicilios fiscales de las Demandantes) o en cualquier otro lugar, por recibir la indemnización prevista en este Laudo.
794. En este punto el Tribunal Arbitral le da la razón a la Demandada: Venezuela no debe asumir responsabilidad por los gravámenes exigidos fuera de su territorio, pues la cadena de causalidad se rompe en el momento en que Venezuela satisface la condena y paga la compensación a las Demandantes. A partir de ahí, todo acto de gravamen que afecte al patrimonio de las Demandantes será imputable al Estado

⁸²¹ Art. V.1.c) APRI Portugal (en términos prácticamente idénticos) y Art. 4.2 APRI Luxemburgo.

⁸²² 112.345.530 USD por la expropiación de Tavsa y 24.672.357 USD por la expropiación de Comsigua.

que lo imponga, pero no a Venezuela. Venezuela no puede asumir responsabilidad por los actos soberanos de otra jurisdicción, que escapan de su control.

Argumento adicional

795. Por último, las Demandantes han argumentado que el modelo de DFC que ha servido de base para el cálculo de la indemnización, ya preveía el pago de impuestos. De esta forma, sugieren las Demandantes, la indemnización ya habría sido aminorada por el efecto fiscal y, si el Tribunal Arbitral no mantuviera a las Demandantes fiscalmente indemnes, se estaría permitiendo un doble gravamen.
796. El argumento es un *non sequitur*⁸²³: la metodología de DFC es una forma de calcular el valor de una empresa en el que se estiman los flujos de tesorería netos que va a generar en el futuro. Pero una cosa es la tributación de las rentas que la empresa que se está valorando va a generar en el futuro, y otra totalmente distinta la tributación a la que se verá sometido el titular de la empresa si decide venderla o si sufre su expropiación: tributación de rentas de una empresa y tributación de las plusvalías de su propietario en caso de venta o expropiación son conceptos radicalmente diferentes.

3. ART. 5 APRI LUXEMBURGO

797. El art. 5 del APRI Luxemburgo, titulado “Transferencias” tiene el siguiente literal:

“1. Cada Parte Contratante otorgará a los inversores de la otra Parte Contratante la libre transferencia hacia su territorio o a partir del mismo, de todos los pagos relativos a una inversión, y particularmente: [...]

c) las indemnizaciones pagadas en virtud del artículo 4. [...]

3. Cada Parte Contratante expedirá las autorizaciones necesarias para asegurar que las transferencias se efectúen sin retardo injustificado y sin otros cargos que no sean los impuestos y gastos usuales”.

798. En la versión francesa, el art. 5.3 reza así:

“Chacune des Parties contractantes, délivrera les autorisations nécessaires pour assurer sans délai injustifié l’exécution des transferts, et ce, sans d’autres charges que les taxes et frais usuels”.

⁸²³ *ConocoPhillips*, Doc. CLA 78: de forma muy poco convincente, este laudo argumentó que existía una relación entre los impuestos incluidos en un modelo de flujos de caja y la obligación del deudor de responsabilizarse de las deudas tributarias del acreedor. El acuerdo entre vendedor y comprador fijando el precio de compra de una empresa a través de un descuento de flujos de caja que incluya en su cálculo el efecto fiscal (positivo y negativo) que ha de sufrir la empresa en el futuro, no significa que el comprador tenga que pagarle al vendedor, además del precio de compra, el impuesto de sociedades que le fuera exigida al vendedor por las plusvalías generadas al vender la empresa.

799. El Tribunal Arbitral solicitó a las Partes⁸²⁴ que comentaran sobre el potencial impacto del art. 5 APRI Luxemburgo sobre sus posiciones en materia de indemnidad fiscal.

A. Posición de las Demandantes

800. Las Demandantes entienden que el art. 5 APRI Luxemburgo no guarda relación con la tributación de la compensación por expropiación, puesto que tan sólo se refiere a los impuestos y gastos usuales aplicables por expedir las autorizaciones necesarias para que la transferencia del pago sea posible⁸²⁵. La versión francesa del APRI, que incluye los términos “*et ce*”, denotan con mayor claridad que el gravamen se refiere a las autorizaciones⁸²⁶. Y además, el párrafo 1 del mismo artículo asegura la libre transferencia de la indemnización; si esta indemnización estuviera gravada con impuestos, dejaría de ser una libre transferencia⁸²⁷.

801. Además, la legislación relevante en materia de tributación sobre la compensación debida por la expropiación sufrida es el propio Decreto Nacionalizador, el 6058, que nítidamente recoge en su art. 10 la exención de impuestos sobre la compensación⁸²⁸:

“Los actos, negocios y acuerdos que se realicen o suscriban a los efectos de la transformación a Empresa del Estado, a que se refiere el presente Decreto, así como las cesiones, transferencias de bienes y cualesquiera otras operaciones que generen enriquecimiento o supongan la enajenación, transmisión o venta de bienes destinados a conformar el patrimonio de dichas empresas, estarán exentos del pago de impuestos, tasas, contribuciones especiales o cualquier otra obligación tributaria”.

802. Según las Demandantes, la anterior conclusión se ve reforzada por el hecho de que la compensación a los Accionistas Japoneses se realizó libre de impuestos, de conformidad con aquel art. 10⁸²⁹:

“Según lo dispuesto en el Decreto [Nacionalizador] ... las transacciones bajo el presente Contrato están libres de todo impuesto, y por lo tanto, las entregas de dinero que debe hacer [Venezuela] lo son sin deducción de ninguna cantidad por concepto de impuestos. [...] Si alguna de las Vendedoras se viese obligada a hacer cualquier pago de impuestos a la República o a cualquier división y organización del Estado venezolano, [Venezuela] indemnizará a la Vendedora por dicho pago y cualesquiera otro pago”⁸³⁰.

⁸²⁴ Carta de 5 de agosto de 2016.

⁸²⁵ CVI, párr. 11.

⁸²⁶ CVII, párr. 6.

⁸²⁷ CVII, párr. 8.

⁸²⁸ CVI, párr. 9.

⁸²⁹ CVI, párr. 10.

⁸³⁰ Doc. C 72.

B. Posición de la Demandada

803. La Demandada interpreta de forma distinta el art. 5 APRI Luxemburgo. A su modo de ver este artículo permite al Estado gravar las indemnizaciones por medidas expropiatorias con los impuestos y gastos usuales⁸³¹.
804. Añade que las Demandantes no están legitimadas para ampararse en el Decreto Nacionalizador pretendiendo una indemnidad fiscal, porque el Decreto Nacionalizador sólo les es de aplicación a las expropiaciones legales y en este caso, las Demandantes está alegando haber sufrido una expropiación ilegal. El cuerpo legal aplicable es, pues el APRI Luxemburgo, que no distingue entre expropiaciones lícitas o ilícitas⁸³².
805. Respecto a si la versión francesa del APRI arroja algo de luz sobre su correcta interpretación, la Demandada lo duda. Para la República Bolivariana la expresión “*et ce*” puede estar refiriéndose tanto a las autorizaciones, como a las transferencias⁸³³.
806. La Demandada también niega que el compromiso que adquirió en el APRI a permitir la “libre transferencia” implique una libertad incondicionada⁸³⁴.

C. Decisión del Tribunal Arbitral

807. El art. 5.3 APRI Luxemburgo permite la imposición de ciertos “impuestos y gastos usuales”:
- “Cada Parte Contratante expedirá las autorizaciones necesarias para asegurar que las transferencias se efectúen sin retardo injustificado y sin otros cargos que no sean los impuestos y gastos usuales”.
808. Las Partes mantienen posiciones encontradas en lo que respecta a la correcta interpretación del art. 5.3 del APRI Luxemburgo, y si este precepto podría desvirtuar la conclusión sobre indemnidad fiscal alcanzada por el Tribunal Arbitral en la sección anterior:
- Las Demandantes entienden que la expresión “sin otros cargos que no sean los impuestos y gastos usuales” se refiere a los gravámenes asociados a la expedición de autorizaciones;
 - La Demandada defiende que son gravámenes asociados a las transferencias.
809. El Tribunal Arbitral considera que la posición de las Demandantes resulta más convincente por las razones relatadas a continuación.

⁸³¹ RVI, párr. 6.

⁸³² RVI, párr. 17.

⁸³³ RVII, párr. 4.

⁸³⁴ RVII, párr. 5.

810. El Tribunal Arbitral primero determinará cuál es el texto correcto del art. 5.3 (a.) y después lo interpretará a la luz de los criterios pertinentes (b.)

a. Versión correcta del art. 5.3

811. Tenaris ha llamado la atención del Tribunal Arbitral sobre las divergencias semánticas entre las versiones del APRI en francés y en castellano. El art. 5.3, traducido correctamente de su versión en francés, lee así⁸³⁵:

“Cada Parte Contratante expedirá las autorizaciones necesarias para asegurar que las transferencias se efectúen sin retardo injustificado **y esto**, sin otros cargos que no sean **las tasas** y gastos usuales”.

812. Existen pues diferencias significativas entre la traducción correcta del francés al castellano y la versión castellana del APRI:

- la primera es un claro error de traducción: el texto español omite dos palabras (“*et ce*”) que sí aparecen en el texto francés;
- la segunda es de carácter terminológico: lo correcto es traducir el término francés “*taxes*” usando el concepto específico “tasas” y no el genérico “impuestos”, pues tanto “*taxes*” como “tasas” se refieren a tributos impuestos por un Estado por la prestación de un servicio público⁸³⁶.

813. ¿Cuál de los dos textos ha de prevalecer?

814. El propio APRI ofrece la respuesta: su disposición de cierre prevé que, a pesar de que los textos en idioma español, francés y neerlandés son igualmente auténticos, en caso de divergencia se tendrá en cuenta el hecho de que las negociaciones se efectuaron en idioma francés. En consecuencia, al existir divergencias entre las versiones en español y francés del art. 5.3, el Tribunal Arbitral tomará en consideración que los Estados contratantes negociaron el texto en francés, y que es sobre este texto sobre el que se proyectó su consentimiento.

815. El art. 5.3 no es un ejemplo aislado de incongruencias entre las versiones francesa y española; así:

⁸³⁵ Traducción libre del Tribunal Arbitral del original: “*Chacune des Parties contractantes, délivrera les autorisations nécessaires pour assurer sans délai injustifié l’exécution des transferts, et ce, sans d’autres charges que les taxes et frais usuels*”. La negrilla y subrayados son del Tribunal Arbitral.

⁸³⁶ ‘*Taxe*’ se define en el diccionario Larousse como “*prélèvement à caractère fiscal, destiné à alimenter la trésorerie de l’État, d’une collectivité locale ou d’un établissement public administratif en contrepartie d’un service rendu aux administrés*”. Traducción libre del Tribunal: “gravamen de carácter fiscal, destinado a engrosar las arcas del Estado, de un colectivo local o de un establecimiento público administrativo, en contrapartida por un servicio prestado a los administrados”.

De igual modo, ‘tasa’ aparece en el Diccionario de la Real Academia de la Lengua bajo la siguiente definición: “Tributo que se impone al disfrute de ciertos servicios o al ejercicio de ciertas actividades”.

- El art. 1.1.b) sustituye un “y” por un “o”⁸³⁷;
- Los arts. 5.1.b) y 10.3 omiten palabras⁸³⁸;
- El art. 9.2 altera el tiempo verbal del presente al futuro⁸³⁹;
- El art. 10.1 añade palabras⁸⁴⁰.

816. Las Partes Contratantes sin duda eran conscientes de las potenciales diferencias entre el original negociado en francés y las dos versiones traducidas al español y al neerlandés, y por ello introdujeron una cláusula de cierre, dando prevalencia al texto original sobre el que se desarrolló la negociación.

b. Interpretación del art. 5.3

817. Una vez determinado el texto relevante del art. 5.3, el Tribunal Arbitral debe interpretar si el gravamen autorizado por dicho precepto recae sobre la emisión de autorizaciones o si afecta a la transferencia de la indemnización.

818. Las reglas interpretativas de todo tratado están recogidas en el art. 31 CVDT: el sentido corriente (i.), el contexto y el objeto y fin (ii.)

(i) Sentido corriente

819. El art. 5.3 permite la imposición de tasas (y otros gastos). Se trata de determinar si, de conformidad con el sentido corriente, lo correcto es interpretar que esas tasas estén gravando la expedición de autorizaciones (como defienden las Demandantes) o que lo que gravan sean las transferencias de capitales (según considera la Demandada).

820. El Tribunal se decanta por la interpretación defendida por las Demandantes: cada Parte Contratante expedirá las autorizaciones necesarias para asegurar que las transferencias se efectúen sin retardo injustificado y sin otros cargos que no sean los impuestos y gastos usuales.

⁸³⁷ “... , ainsi que toute personne moral effectivement contrôlée par un investisseur compris dans le paragraphe 1, a) **et b)**”. “... , así como toda persona jurídica controlada efectivamente por un inversor comprendido en el párrafo 1.a) **o b)**...”.

⁸³⁸ “des sommes destinées au règlement d’obligations contractuelles, y compris les sommes nécessaires au remboursement d’emprunts, **les redevances** et autres paiements découlant de licences, franchises, **concessions** et autres droits similaires, ...”. “las sumas destinadas al pago de obligaciones contractuales inclusive las sumas necesarias para el pago de préstamos, **de regalías**, de todos los pagos referentes a licencias, franquicias, **concesiones** y otros derechos similares”.

“Si le Vice-Président de la Cour **est ressortissant** de l’une ou l’autre Partie contractante ...”. “Si el Vicepresidente de la Corte Internacional de cualquiera de las Partes Contratantes”.

⁸³⁹ “... le différend **est soumis** ...”; “À cette fin, chacune des Parties contractantes **donne** son consentement ...”. “... la controversia **se someterá** ...”; “A este fin cada una de las Partes Contratantes **otorgará** su consentimiento...”.

⁸⁴⁰ “Tout différend relatif à l’interprétation ...”. “Cualquier controversia **entre las Partes Contratantes** relativa a la interpretación...”.

821. En la versión francesa, el art. 5.3 reza así:

“Chacune des Parties contractantes, délivrera les autorisations nécessaires pour assurer sans délai injustifié l’exécution des transferts, et ce, sans d’autres charges que les taxes et frais usuels”.

822. En el art. 5.3 cada Parte Contratante adquiere un compromiso: expedirá las autorizaciones necesarias para asegurar que las transferencias se efectúen sin retardo injustificado. Y continúa el APRI con la expresión “y esto, sin otros cargos [...]” (“*et ce, sans d’autres charges*”). La interpretación literal de las palabras utilizadas abona la interpretación defendida por las Demandantes: “Esto” (“*ce*”) solo se puede referir a la obligación que asume el Estado en el art. 5.3, que es la expedición de la autorización, pero no a las propias transferencias.

823. Esta interpretación literal se ve reforzada por la utilización del concepto “tasas” (“*taxes*”). Existen distintos tipos de cargas tributarias, siendo la tasa una de ellas⁸⁴¹. La tasa es el gravamen que el sujeto pasivo paga como contrapartida por un servicio que presta la Administración. Éste es el sentido usual del término ‘tasa’. Las tasas mencionadas en el art. 5.3 solo pueden recaer sobre un único hecho imponible: la expedición por las Autoridades de las autorizaciones administrativas exigidas para permitir la transferencia al extranjero de la inversión o de sus rendimientos. La emisión de una autorización sí es un servicio público, mientras que la existencia de una transferencia no podría estar gravada con una tasa, pues una transferencia no es en sí misma un servicio prestado por la Administración.

(ii) Contexto, objeto y finalidad

824. El APRI tiene como objeto y finalidad atraer inversión, creando condiciones económicas favorables⁸⁴².

825. Entre estas condiciones económicas favorables se encuentran los compromisos estatales de pago de indemnización adecuada y efectiva, en caso de expropiación (art. 4.1.d) y de libre transferencia de esta indemnización (arts. 4.2 y 5.1.e) – todo ello conforme el contexto del art. 5.3.

826. Entre un escenario en el que el Estado pueda imponer cargas tributarias a la transferencia del monto indemnizatorio y otro, en el que el Estado tan sólo pueda gravar la expedición de la autorización necesaria para realizar la transferencia, el Tribunal opta por éste segundo como aquél más acorde a la finalidad del APRI y conforme al contexto.

c. Argumento adicional

827. Las Demandantes han resaltado que el Decreto Nacionalizador preveía en su art. 10 que la compensación por expropiación estaría exenta del pago de impuestos, tasas,

⁸⁴¹ El Derecho venezolano distingue entre tasas y otras cargas tributarias, como pudieran ser los impuestos. Cfr. Arts. 31 y 136 de la Constitución venezolana de 1961 y el art. 13 del Código Orgánico Tributario venezolano de 1994, en sus versiones vigentes al tiempo de la negociación del APRI.

⁸⁴² Primer Deseando.

contribuciones especiales o cualquier otra obligación tributaria⁸⁴³. Y la compensación a los Accionistas Japoneses⁸⁴⁴ expresamente reconocía que, en aplicación del Decreto Nacionalizador, la transacción estaba libre de todo impuesto; en consecuencia, si Venezuela fuera a imponer gravámenes sobre el monto indemnizatorio, la República Bolivariana habría de incrementar la suma pagadera hasta que el monto neto que, tras deducir los impuestos, equivalga a la compensación pactada⁸⁴⁵. Lo anterior reforzaría que la correcta interpretación del art. 5.3 del APRI Luxemburgo impide el gravamen de la compensación.

828. La Demandada ha negado la relevancia de las estipulaciones en materia fiscal contenidas en el Decreto Nacionalizador, por ser de aplicación únicamente a transacciones alcanzadas voluntariamente entre Estado e inversor, como fue el caso de la compensación a los Accionistas Japoneses⁸⁴⁶.

829. El Tribunal Arbitral no está de acuerdo con la Demandada: la inmunidad fiscal reconocida expresamente en el Decreto Nacionalizador y concedida a los Accionistas Japoneses es relevante, porque muestra un comportamiento del Estado congruente con la interpretación que el Tribunal Arbitral da en el presente Laudo al art. 5.3 del APRI.

⁸⁴³ Art. 10: “Los actos, negocios y acuerdos que se realicen o suscriban a los efectos de la transformación a Empresa del Estado, a que se refiere el presente Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica, así como las cesiones, transferencias de bienes y cualesquiera otras operaciones que generen enriquecimiento o supongan la enajenación, transmisión o venta de bienes destinados a conformar el patrimonio de dichas empresas, estarán exentos del pago de impuestos, tasas, contribuciones especiales o cualquier otra obligación tributaria”.

⁸⁴⁴ Doc. C 72.

⁸⁴⁵ Cláusula 10.1.

⁸⁴⁶ RVII, párr. 19.

X. COSTAS

830. La Regla 47(1)(j) de las Reglas de Arbitraje establece que

“el laudo será escrito y contendrá [...] la decisión del Tribunal sobre las costas procesales”.

831. El Tribunal solicitó a las Partes que aportaran un desglose de las cuantías que están reclamando en concepto de costas⁸⁴⁷. Los siguientes apartados reproducen las peticiones de las Partes relativas a los costes del procedimiento relacionados con el Centro y los honorarios de los árbitros [**Costes del Procedimiento**] y los honorarios y gastos de los letrados, testigos, petitos y otros representantes [**Gastos de Defensa**]. El Tribunal hace constar que ninguna de las Partes ha cuestionado los conceptos reclamados de contrario, ni la veracidad de las cantidades solicitadas.

1. POSICIÓN DE LAS DEMANDANTES

832. Las Demandantes solicitan las siguientes cuantías:

- Costes del Procedimiento: 1.050.000 USD⁸⁴⁸;
- Gastos de Defensa: 5.721.236 USD⁸⁴⁹, 256.892 EUR, 487.000 COP, 58.882 ARP y 76.852 MXN.

833. La suma de las anteriores cuantías equivale a un total de 6.771.236 USD, 256.892 EUR, 487.000 COP, 58.882 ARP y 76.852 MXN.

834. Las Demandantes solicitan que el Tribunal condene a Venezuela al pago de todas estas cantidades.

2. POSICIÓN DE LA DEMANDADA

835. La Demandada, que no ha contribuido a sufragar los Costes del Procedimiento, únicamente solicita Gastos de Defensa por 7.974.674 USD⁸⁵⁰.

836. La Demandada confía en que el Tribunal decidirá que carece de jurisdicción, y alega que en cualquier caso, Venezuela no habría violado los compromisos asumidos en los AAPRI⁸⁵¹. Por ello solicita que se condene a las Demandantes al pago de todas las costas del presente arbitraje⁸⁵².

3. DECISIÓN DEL TRIBUNAL ARBITRAL

837. El art. 61(2) del Convenio del CIADI establece que:

⁸⁴⁷ T., p. 1716:1–21.

⁸⁴⁸ CVI, p. 6; Carta de las Demandantes de 7 de octubre de 2016.

⁸⁴⁹ CVI, pp.6-8.

⁸⁵⁰ RVI, p. 6.

⁸⁵¹ RIV, párr. 458.

⁸⁵² RIV, párr. 458.

“el Tribunal determinará, salvo acuerdo contrario de las partes, los gastos en que éstas hubieran incurrido en el procedimiento, y decidirá la forma de pago y la manera de distribución de tales gastos, de los honorarios y gastos de los miembros del Tribunal y de los derechos devengados por la utilización del Centro”.

A. Criterios para la decisión en costas

838. Ni el Convenio del CIADI ni las Reglas de Arbitraje ofrecen pautas de ningún tipo para la distribución de las costas, por lo que el Tribunal tiene discrecionalidad a la hora de resolver su reparto.

839. Las Demandantes han solicitado que el Tribunal Arbitral aplique el criterio del vencimiento⁸⁵³, mientras que la Demandada sugiere el criterio de la temeridad procesal, que a su modo de ver les es aplicable a las Demandantes, por lo que merecerían asumir los costes de este arbitraje⁸⁵⁴. El Tribunal Arbitral analizará cada criterio por separado, empezando por el de la temeridad.

Supuesta temeridad de las Demandantes

840. La Demandada asevera que las Demandantes mostraron durante el arbitraje un comportamiento de mala fe, que llevó a retrasos y complicaciones innecesarias, y da como ejemplos⁸⁵⁵:

- Oponerse a la bifurcación del procedimiento.
- Presentar 16 documentos en su escrito de contestación, que debían haber sido adjuntados con anterioridad y no a menos de un mes de la Audiencia de jurisdicción; el trabajo que conllevó analizar esta nueva prueba derivó en la necesidad de cancelar la Audiencia.
- Presentar de forma fragmentaria la prueba requerida por perito de contrario.
- Negarse a interrogar al perito de contrario, tras su presentación, para así gozar de toda la noche para poder preparar mejor el interrogatorio al día siguiente.
- Plantear la incorporación de nuevos documentos pocos días antes de la Audiencia de Pruebas; obligando a la República a destinar tiempo reservado a la preparación de la Audiencia, a reaccionar frente a la prueba extemporánea.

841. Según reiterada jurisprudencia, para que un tribunal pueda decretar que una parte incurrió en temeridad procesal, es necesario que la contraparte pruebe:

⁸⁵³ CV, párr. 314.

⁸⁵⁴ RV, párr. 276.

⁸⁵⁵ RV, párr. 276.

- un comportamiento frívolo, irracional o contrario a derecho⁸⁵⁶ o
- un comportamiento obstruccionista, que provoque una prolongación innecesaria del procedimiento⁸⁵⁷.

842. Ninguno de los comportamientos de las Demandantes señalados por la República Bolivariana amerita la calificación de temerarios.

El criterio del vencimiento

843. Las Demandantes han solicitado al Tribunal que aplique el criterio del vencimiento, condenando a la parte perdedora a pagar los gastos en que haya incurrido la vencedora. El Tribunal Arbitral está de acuerdo en aplicar este principio, que está muy extendido en la práctica arbitral⁸⁵⁸.

844. En este caso las Demandantes son las vencedoras, pues han visto cómo las objeciones jurisdiccionales eran rechazadas y cómo su reclamo principal por expropiación ha sido aceptado por el Tribunal Arbitral. Pero la Demandada también ha triunfado en cierta medida, pues ha logrado convencer al Tribunal Arbitral de que la compensación debida era menor a la reclamada.

B. Aplicación del criterio del vencimiento

845. El Tribunal Arbitral aplicará el criterio del vencimiento a las dos grandes categorías de costes que integran las costas: de un lado, los Costes del Procedimiento, y de otro, los Gastos de Defensa.

a. Costes del Procedimiento

846. La primera categoría de gastos cuyo reembolso reclaman las Demandantes son 1.050.000 USD, en concepto de Costes del Procedimiento, por las provisiones de fondos desembolsados ante el CIADI. El Tribunal Arbitral decide que estos Costes del Procedimiento los debe asumir íntegramente la Demandada por las siguientes razones:

- De acuerdo con la Regla 14(3)(d) del Reglamento Administrativo y Financiero del Centro los Costes del Procedimiento deben ser pagados por las partes por mitades; sin embargo, en este caso la Demandada decidió no hacer frente a su mitad, de forma que las Demandantes se vieron obligadas a sufragar la que le correspondía a Venezuela.
- El Tribunal Arbitral ha rechazado las objeciones jurisdiccionales planteadas por la Demandada, y ha acogido el principal *petitum* de las Demandantes.

⁸⁵⁶ *Ömer Dede*, párr. 6; *MCI Power*, párr. 372; *AES*, párr. 15.3.3; *EDF*, párr. 322.

⁸⁵⁷ *Liberian Eastern Timber*; *Olguín*.

⁸⁵⁸ *EDF*, párr. 327; *Plama*, párr. 316, *Phoenix*, párr. 151, *OI European*, párr. 964.

847. En ausencia de alegación o prueba, el Tribunal Arbitral entiende que las Demandantes hicieron frente a los Costes del Procedimiento por partes iguales y, en consecuencia, Venezuela debe reembolsar a:

- Tenaris: 525.000 USD y a
- Talta: 525.000 USD.

b. Gastos de Defensa

848. Las Demandantes reclaman cerca de 6 millones USD⁸⁵⁹ como Gastos de Defensa, que engloban costes de diversa índole. El Tribunal Arbitral estima que, de estos Gastos de Defensa, las Demandantes únicamente pueden reclamarle a la Demandada aquéllos que sean imprescindibles para la defensa razonable de su demanda [**“Gastos de Defensa Razonables”**].

849. Tomando en consideración la complejidad del caso, la cuantía de las reclamaciones y el trabajo desempeñado por los letrados y peritos, el Tribunal Arbitral estima que los Gastos de Defensa Razonables ascienden a 2,8 millones USD.

850. De esos 2,8 millones USD, Venezuela deberá asumir la parte que resulte de aplicar el principio del vencimiento. Para determinar la cuantía debida, el Tribunal Arbitral:

- Primero, determinará cuáles han sido las grandes cuestiones a decidir;
- Segundo, dado que las Demandantes no han desglosado sus Gastos de Defensa por cuestiones jurídicas, el Tribunal Arbitral le atribuirá a cada cuestión una ponderación; y además determinará en qué proporción han de dividirse entre las dos Demandantes, que han formulado la petición de costas conjuntamente sin especificar el porcentaje de reparto;
- Tercero, establecerá el porcentaje de éxito de las pretensiones de las Demandantes en cada cuestión y lo aplicará a los Gastos de Defensa Razonables correspondientes.

851. En este arbitraje, el Tribunal Arbitral ha tenido que tomar tres grandes decisiones: si tenía jurisdicción, si Venezuela había incurrido en algún comportamiento ilícito generador de responsabilidad, y en cuánto debería indemnizar Venezuela a las Demandantes por este ilícito.

852. El Tribunal Arbitral, sopesando la complejidad de cada cuestión, y la atención dedicada por los letrados y por el Tribunal Arbitral, ha llegado a la conclusión de que:

- Las cuestiones jurisdiccionales reciban una ponderación del 20%;
- Las cuestiones de responsabilidad obtengan una ponderación del 30%; y

⁸⁵⁹ Así como cantidades adicionales muy inferiores, en otras monedas.

- Las cuestiones de cuantificación de la condena se ponderen en un 50%.
853. En consecuencia, los Gastos de Defensa Razonables, quedan divididos así:
- Jurisdicción: 20% de 2.800.000 USD, es decir, 560.000 USD; dado que las objeciones jurisdiccionales se plantearon frente a ambas Demandantes, el Tribunal Arbitral estima que el coste se debe atribuir por partes iguales a Tenaris y a Talta.
 - Responsabilidad: 30% de 2.800.000 USD, es decir, 840.000 USD; de nuevo, en vista de que la Demandada negó haber expropiado ilícitamente ambas empresas, el Tribunal decide que este coste se distribuya al 50% entre Tenaris y Talta.
 - Cuantificación de la compensación: 50% de 2.800.000 USD, es decir, 1.400.000 USD. El Tribunal Arbitral estima que los Gastos de Defensa Razonables dedicados a la cuantificación de la compensación por la expropiación de Tavsa y de Comsigua se han de atribuir, en función de la complejidad, 75% a Tavsa y un 25% a Comsigua, es decir, 1.050.000 USD a Tavsa (Tenaris) y 350.000 USD a Comsigua (Talta).
854. Lo siguiente es determinar el grado de éxito de las Demandantes en cada cuestión:
- Jurisdicción: dado que el Tribunal Arbitral ha rechazado todas las objeciones jurisdiccionales opuestas por la Demandada, el grado de éxito de las Demandantes es del 100%;
 - Fondo: la causa principal de pedir de las Demandantes era la expropiación llevada a cabo por Venezuela y el Tribunal Arbitral le ha dado la razón, por lo que de nuevo, el porcentaje de vencimiento es del 100%;
 - Cuantificación de la compensación: las Demandantes solicitaban 213,2 millones USD por la expropiación de Tavsa y 30,5 millones USD por la expropiación de Comsigua; de las cuales el Tribunal ha concedido 112,3 millones USD y 24,67 millones USD, respectivamente. Es decir, que Tenaris ha triunfado en un 53% en su pretensión compensatoria respecto a Tavsa, y Talta lo ha hecho en un 81% respecto a Comsigua.
855. El Tribunal Arbitral aplicará los anteriores porcentajes de éxito a los Gastos de Defensa Razonables de cada cuestión jurídica:
- Jurisdicción: 100% de 560.000 USD, es decir, 560.000 USD, que se atribuyen por mitades (280.000 USD) a Tenaris y a Talta;
 - Responsabilidad: 100% de 840.000 USD, es decir, 840.000 USD, que se atribuyen por mitades (420.000 USD) a Tenaris y a Talta, y
 - Cuantificación de la compensación: 53% de 1,05 millones USD por Tavsa y 81% de 350.000 USD por Comsigua, es decir, 556.500 USD por Tavsa (Tenaris) y 283.500 USD por Comsigua (Talta).

856. En conclusión, de lo anterior resulta que Venezuela deberá reembolsar a:

- Tenaris: 1.256.500 USD por los Gastos de Defensa Razonables, determinados en función del éxito de sus reclamos por la expropiación de Talta;
- Talta: 983.500 USD por los Gastos de Defensa Razonables, determinados en función del éxito de sus reclamos por la expropiación de Comsigua.

XI. RESUMEN

857. En el presente Laudo el Tribunal aborda tres grandes cuestiones:

- Si tiene jurisdicción **(1.)**
- Si la República Bolivariana expropió la inversión de Tenaris y de Talta en Venezuela, infringiendo el art. 4 del APRI Luxemburgo y el art. IV del APRI Portugal **(2.)**
- A cuánto asciende la compensación debida por la expropiación **(3.)**.

858. El Tribunal Arbitral también resuelve temas de índole menor **(4.)**, como la petición de intereses, la de mantener a las Demandantes fiscalmente indemnes y la de costas.

1. LA JURISDICCIÓN

859. Venezuela plantea tres objeciones jurisdiccionales y ninguna tiene acogida.

A. La falta de consentimiento

860. En los arbitrajes de inversión que surgen de un APRI el consentimiento a arbitrar se produce de forma sucesiva: primero se formaliza una oferta del Estado y después el inversor la acepta.

861. Venezuela argumenta que las Demandantes no habrían aceptado en tiempo la oferta a arbitrar extendida por la República.

862. La temporaneidad de la aceptación resulta relevante, pues la República Bolivariana ha denunciado el Convenio⁸⁶⁰.

863. (i) La Demandada plantea dos excepciones al consentimiento de Tenaris a arbitrar las controversias relacionadas con Tavsa, que el Tribunal ha desestimado:

- Tras la Notificación Tavsa y antes de que Venezuela presentara la Denuncia, Tenaris intentó durante más de seis meses conciliar la disputa relativa a Tavsa⁸⁶¹;
- Hubo perfecta congruencia entre los términos de la oferta de Venezuela a arbitrar y los de la aceptación por parte de Tenaris⁸⁶²; y aunque se entendiera que la inclusión de una reserva de derechos por Tenaris hubiera supuesto una alteración de los términos de la oferta, no se trataría de una modificación

⁸⁶⁰ Ver párr. 62 *supra*.

⁸⁶¹ Ver párr. 81 *supra*.

⁸⁶² Ver párr. 86 *supra*.

sustancial⁸⁶³ y, en todo caso, carecería de relevancia, pues Tenaris nunca hizo uso de tal reserva⁸⁶⁴.

864. (ii) El Tribunal Arbitral concluye que Talta había válidamente aceptado la oferta de Venezuela a arbitrar las controversias relacionadas con Comsigua: el período de seis meses de negociaciones comenzó a correr, según el APRI Portugal, a partir de la primera consulta negociadora – el 28 de junio de 2010⁸⁶⁵ – y por tanto expiró tiempo antes de que Talta enviara el 2 de diciembre de 2011 la Notificación Comsigua, aceptando la oferta de Venezuela a arbitrar; esta Notificación también es previa a la Denuncia⁸⁶⁶.

865. (iii) El caso de Tenaris como inversor indirecto en Comsigua presenta mayores complicaciones porque, según el APRI Luxemburgo, el período de seis meses de negociaciones previas comienza a computarse a partir de la Notificación Comsigua (de 2 de diciembre de 2011), de forma que para cuando expiró, Venezuela ya había denunciado el Convenio.

866. Venezuela argumenta:

- Que la aceptación de Tenaris a arbitrar, expresada en la Notificación Comsigua, no perfecciona el consentimiento a arbitrar porque no habían transcurrido aún los seis meses de negociación previa – un requisito jurisdiccional y no procesal⁸⁶⁷;
- Y que la aceptación expresada a través de la Solicitud de Arbitraje tampoco logra perfeccionar el consentimiento puesto que, aunque formulada tras el período de negociación imperativa, se habría producido con posterioridad a la Denuncia⁸⁶⁸.

867. Y Tenaris discrepa: el requisito de la negociación previa tendría naturaleza procesal y sólo determinaría el momento en que pudiera presentarse la solicitud de arbitraje, pero no afectaría al consentimiento a arbitrar, que podría manifestarse (y perfeccionarse) con anterioridad a la expiración del período de negociación⁸⁶⁹.

868. El Tribunal Arbitral decide que el APRI Luxemburgo le permitía a Tenaris optar ya en la Notificación Comsigua por el foro al que someter las disputas y aceptar así la oferta a arbitrar realizada por el Estado⁸⁷⁰.

⁸⁶³ Ver párr. 90 *supra*.

⁸⁶⁴ Ver párr. 89 *supra*.

⁸⁶⁵ Ver párr. 95 *supra*.

⁸⁶⁶ Ver párr. 96 *supra*.

⁸⁶⁷ Ver párr. 112 *supra*.

⁸⁶⁸ Ver párr. 114 *supra*.

⁸⁶⁹ Ver párr. 119 *supra*.

⁸⁷⁰ Ver párr. 122 *supra*.

B. Ausencia de Sede Efectiva

869. La segunda objeción jurisdiccional se centra en la ausencia de Sede Efectiva en Luxemburgo y Portugal. Según Venezuela, los AAPRI exigen que los inversores tengan su Sede Efectiva (y no simplemente su Sede Estatutaria) en Luxemburgo y en Portugal⁸⁷¹; y ni Tenaris y Talta cumplirían con este requisito⁸⁷², puesto que su Sede Efectiva se encontraría en Argentina⁸⁷³.
870. Mientras que las Demandantes defienden que su Sede Efectiva coincide con su Sede Estatutaria y en todo caso se localiza en Luxemburgo y en Portugal⁸⁷⁴.
871. En el ámbito teórico, el Tribunal coincide con la República Bolivariana: los AAPRI exigen que la Sede Efectiva (y no sólo la Estatutaria) de las compañías esté localizada en Luxemburgo o en Portugal⁸⁷⁵.
872. El Tribunal Arbitral, tras definir cuáles son los factores relevantes para determinar la Sede Efectiva⁸⁷⁶, valorando la prueba aportada, concluye que no está probado que la Sede Efectiva de Tenaris y de Talta se halle en Argentina, sino que la prueba apunta a que la Sede Efectiva se encuentra en Luxemburgo y en Portugal, respectivamente, y en consecuencia, desestima la excepción de falta de jurisdicción *ratione personae* planteada por la República Bolivariana⁸⁷⁷.

C. Defectos en la notificación

873. La tercera y última objeción jurisdiccional se centra en ciertos defectos en la Notificación Tavsa: ésta no habría hecho referencia a una disputa sobre trato injusto e inequitativo y ahora Tenaris sí plantearía una reclamación de este tipo⁸⁷⁸. Dado que Tenaris presenta su reclamación por trato injusto e inequitativo como una petición subsidiaria, frente a la principal, que es una reclamación por expropiación, y el Tribunal Arbitral va a conceder el pedido principal, no es necesario analizar esa última objeción jurisdiccional⁸⁷⁹.

2. LA EXPROPIACIÓN

874. El Tribunal Arbitral concluye que, en ejecución de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio, Venezuela adquirió coactivamente los bienes de las empresas Tavsa y Comsigua y se hizo con su actividad empresarial. Esta adquisición coactiva se materializó:

⁸⁷¹ Ver párr. 152 *supra*.

⁸⁷² Ver párr. 153 *supra*.

⁸⁷³ Ver párr. 153 *supra*.

⁸⁷⁴ Ver párr. 153 *supra*.

⁸⁷⁵ Ver párr. 189 *supra*.

⁸⁷⁶ Ver párr. 230 *supra*.

⁸⁷⁷ Ver párr. 230 *supra*.

⁸⁷⁸ Ver párr. 232 *supra*.

⁸⁷⁹ Ver párr. 234 *supra*.

- En el caso de Tavsa, en el acta de transferencia de 16 de noviembre 2009⁸⁸⁰;
 - En el caso de Comsigua, el 17 de junio de 2011 mediante la designación por acto administrativo del nuevo Presidente y la transmisión de poder formalizada en la Junta de Apropiación⁸⁸¹.
875. Dado que tanto Tenaris como Talta mantienen la titularidad de sus acciones en Tavsa y en Comsigua, el Tribunal Arbitral define la expropiación como indirecta: ambas inversores mantienen en su propiedad las acciones de unas empresas cascarón, cuyos bienes y cuya actividad empresarial están controlados por el Estado venezolano⁸⁸².
876. El Tribunal Arbitral comprueba que Venezuela no ha pagado aún compensación alguna a los inversores, a pesar de haber transcurrido más de siete años desde la promulgación de los Decretos Nacionalizador y Ejecutorio. Este retraso no constituye un “pago inmediato” como exigen los arts. 4 del APRI Luxemburgo y IV del APRI Portugal⁸⁸³.
877. Venezuela intenta justificar este retraso, pero el Tribunal no comparte el argumento: no ha recaído sentencia condenatoria del pago del justiprecio porque el Estado, a quien como ente expropiante compete incoar el procedimiento judicial expropiatorio, no lo ha hecho⁸⁸⁴; tampoco advierte el Tribunal Arbitral comportamiento obstruccionista de las Demandantes al que se pudiera achacar el retraso del pago de la indemnización⁸⁸⁵.

3. LA COMPENSACIÓN DEBIDA

878. Los AAPRI ordenan que el monto de la indemnización por expropiación debe corresponder al valor real de las inversiones en la víspera del día en el cual se hubiera adoptado la medida⁸⁸⁶.
879. Por lo tanto, de forma previa a la fijación del valor de la inversión de Tenaris y de Talta en Tavsa y en Comsigua, el Tribunal Arbitral tuvo que decidir cuál había de ser la fecha de valoración. El Tribunal Arbitral entiende que las expropiaciones se produjeron en virtud del Decreto Nacionalizador, complementado por el Decreto Ejecutorio⁸⁸⁷. Por lo tanto, la medida expropiatoria lleva fecha 30 de abril de 2008 y la víspera es el 29 de abril de 2008⁸⁸⁸. Por comodidad en la realización de los

⁸⁸⁰ Ver párr. 271 *supra*.

⁸⁸¹ Ver párr. 273 *supra*.

⁸⁸² Ver párr. 337 *supra*.

⁸⁸³ Ver párr. 357 *supra*.

⁸⁸⁴ Ver párr. 358 *supra*.

⁸⁸⁵ Ver párrs. 372 y 377 *supra*.

⁸⁸⁶ Ver párr. 393 *supra*.

⁸⁸⁷ Ver párrs. 405 y 411 *supra*.

⁸⁸⁸ Ver párr. 409 *supra*.

cálculos, los peritos han utilizado como fecha de referencia el 30 de abril de 2008 y el Tribunal Arbitral acepta esta simplificación⁸⁸⁹.

A. La valoración de Tavsa

880. La decisión sobre la valoración de Tavsa se realiza de la siguiente forma:

881. (i) El Tribunal Arbitral aplica en primer lugar una metodología de DFC para valorar la empresa Tavsa⁸⁹⁰. La tasa de descuento utilizada es el WACC y se fija en un 21,7%⁸⁹¹. El valor obtenido para la participación del 70% que Tenaris ostenta en Tavsa asciende a **112.345.530 USD**⁸⁹².

882. (ii) Como segundo paso, el Tribunal contrasta ese valor aplicando otras metodologías: la del retorno de la inversión, que arroja una tasa semejante al rendimiento de los fondos propios utilizado para el cálculo del WACC⁸⁹³; la de los múltiplos de mercado, que demuestra que el valor de Tavsa se sitúa dentro de los límites marcados por las empresas de referencia⁸⁹⁴; y por último, la de las transacciones comparables que también corrobora el valor obtenido⁸⁹⁵.

B. La valoración de Comsigua

883. El Tribunal determina el valor de Comsigua aplicando igualmente una metodología de DFC. El Tribunal utiliza un WACC del 20,47%⁸⁹⁶, y estima que la participación del 7,58% de Comsigua en manos de Talta tiene un valor de 22,3 millones USD⁸⁹⁷.

884. A continuación el Tribunal Arbitral contrasta este valor aplicando otras metodologías: la de múltiplos de mercado arroja un valor superior⁸⁹⁸, igual que la de las transacciones comparables⁸⁹⁹; también toma en consideración la oferta que Venezuela le había hecho a Talta⁹⁰⁰; concluye que el valor obtenido a través del DFC es bajo, comparado con los otros enfoques presentados; y para determinar el valor correcto, pondera las diferentes valoraciones⁹⁰¹ y fija en un valor de **24.672.357 USD**.

* * *

885. Finalmente, el Tribunal Arbitral, a falta de petición especificada por las Demandantes, determina que la compensación por expropiación debía ser

⁸⁸⁹ Ver párr. 410 *supra*.

⁸⁹⁰ Ver párr. 518 *supra*.

⁸⁹¹ Ver párr. 601 *supra*.

⁸⁹² Ver párr. 603 *supra*.

⁸⁹³ Ver párr. 612 *supra*.

⁸⁹⁴ Ver párr. 623 *supra*.

⁸⁹⁵ Ver párr. 703 *supra*.

⁸⁹⁶ Ver párr. 704 *supra*.

⁸⁹⁷ Ver párr. 704 *supra*.

⁸⁹⁸ Ver párr. 706 *supra*.

⁸⁹⁹ Ver párr. 714 *supra*.

⁹⁰⁰ Ver párrs. 725 *et seq. supra*.

⁹⁰¹ Ver párr. 755 *supra*.

satisfecha al inversor directo en cada empresa expropiada: a Tenaris se le debe pagar la compensación de Tavsa y a Talta la de Comsigua⁹⁰².

4. OTRAS DECISIONES

886. El Tribunal Arbitral adopta tres decisiones adicionales.

887. (i) La primera, en materia de intereses. El Tribunal está llamado a determinar, de conformidad con los AAPRI, la tasa de intereses “comercial normal” y “vigente en Venezuela”⁹⁰³. Su decisión es que la tasa que mejor respondía a esta definición era el LIBOR para depósitos en USD a un año, aumentado en un margen del 4% anual⁹⁰⁴. Los intereses devengados se han de capitalizar por años vencidos. El período de devengo comenzó el 30 de abril de 2008 y finalizará con el pago efectivo.

888. (ii) La segunda decisión afecta a la tributación. Las Demandantes solicitaron que el Tribunal Arbitral ordenara a Venezuela a no reclamar impuestos sobre el laudo y, subsidiariamente que el Laudo fuera neto de impuestos venezolanos; y también pidieron que Venezuela indemnizara a las Demandantes por cualquier tributo impuesto sobre las cuantías obtenidas por el Laudo fuera de Venezuela⁹⁰⁵.

889. El Tribunal Arbitral rechaza todas las peticiones⁹⁰⁶, excepto la petición subsidiaria: la condena pecuniaria del Laudo será neta de impuestos venezolanos, de forma que, de exigir Venezuela algún tributo sobre su cuantía, deberá aumentar la indemnización pagada para que así la cuantía neta de tributos venezolanos que fluya a los Demandantes sea la consignada en el Laudo⁹⁰⁷.

890. (iii) Por último, el Tribunal Arbitral aplica el criterio del vencimiento⁹⁰⁸ a las dos grandes categorías de gastos que componen las costas:

- Costes del Procedimiento: el Tribunal Arbitral decide que Venezuela asuma íntegramente estos Costes⁹⁰⁹; así Venezuela deberá reembolsar 525.000 USD a cada Demandante⁹¹⁰.
- Gastos de Defensa Razonables: el Tribunal Arbitral toma en consideración la complejidad de cada una de las grandes cuestiones debatidas y el grado de éxito de las Demandantes⁹¹¹; concluye que Venezuela debe reembolsar a Tenaris 1.256.500 USD y a Talta 983.500 USD⁹¹² por este concepto.

⁹⁰² Ver párr. 775 *supra*.

⁹⁰³ Ver párr. 757 *supra*.

⁹⁰⁴ Ver párr. 771 *supra*.

⁹⁰⁵ Ver párr. 777 *supra*.

⁹⁰⁶ Ver párr. 842 *supra*.

⁹⁰⁷ Ver párr. 843 *supra*.

⁹⁰⁸ Ver párr. 845 *supra*.

⁹⁰⁹ Ver párr. 846 *supra*.

⁹¹⁰ Ver párr. 847 *supra*.

⁹¹¹ Ver párr. 849 *supra*.

⁹¹² Ver párr. 856 *supra*.

891. Las Demandantes han planteado otras demandas de forma subsidiaria, para el caso de que el Tribunal no usara el 30 de abril de 2008 como fecha de valoración o la indemnización otorgada por Comsigua no llegara a cierto umbral. Al haber aceptado el Tribunal esta fecha y superado la indemnización concedida el umbral, estas demandas subsidiarias han decaído⁹¹³.

⁹¹³ CV, párrs. 320 y 321.

XII. DECISIÓN

892. Por las razones expuestas, el Tribunal Arbitral por unanimidad adopta las siguientes decisiones:

1. Declarar que tiene jurisdicción para decidir sobre los reclamos de las Demandantes.
2. Declarar que la República Bolivariana de Venezuela violó el art. 4 del APRI Luxemburgo y el art. IV del APRI Portugal.
3. Condenar a la República Bolivariana de Venezuela a pagarle a Tenaris la suma de 112.345.530 USD como indemnización respecto de la inversión en Tavsa, y a Talta la suma de 24.672.357 USD como indemnización respecto de la inversión en Comsigua.
4. Condenar a la República Bolivariana de Venezuela a pagar a Tenaris intereses sobre 112.345.530 USD, devengados desde el 30 de abril de 2008 hasta la fecha de pago efectivo, a una tasa equivalente a la del LIBOR para depósitos en USD a un año, aumentada en un 4% anual, redefiniéndose el tipo de interés cada año a partir del 30 de abril de 2008, y capitalizándose los intereses por años vencidos.
5. Condenar a la República Bolivariana de Venezuela a pagar a Talta intereses sobre 24.672.357 USD, devengados desde el 30 de abril de 2008 hasta la fecha de pago efectivo, a una tasa equivalente a la del LIBOR para depósitos en USD a un año, aumentada en un 4% anual, redefiniéndose el tipo de interés cada año a partir del 30 de abril de 2008, y capitalizándose los intereses por años vencidos.
6. Condenar a la República Bolivariana de Venezuela a reembolsar a Tenaris 525.000 USD y 1.256.500 USD por los Costos de Procedimiento y Gastos Razonables de Defensa, respectivamente; y a Talta 525.000 USD y 983.500 USD por los mismos conceptos.
7. Declarar que las condenas pecuniarias de este Laudo son netas de tributos impuestos por la República Bolivariana de Venezuela y ordenar a la República Bolivariana de Venezuela que indemnice a las Demandantes por cualquier tributo que pudiera devengarse sobre dichas condenas.
8. Declarar que han decaído las pretensiones subsidiarias de las Demandantes, por haberse admitido las principales.
9. Desestimar cualesquiera otras pretensiones.

[*Firmado*]

Brigitte Stern, Árbitro
Fecha: 30 de noviembre de 2016

[*Firmado*]

Enrique Gómez Pinzón, Árbitro
Fecha: 24 de noviembre de 2016

[*Firmado*]

Juan Fernández-Armesto, Presidente
Fecha: 5 de diciembre de 2016