

EN EL CASO DE UN ARBITRAJE BAJO

A. EL TRATADO ENTRE EL GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS DE
AMÉRICA Y EL GOBIERNO DE LA REPÚBLICA DE BOLIVIA
RELATIVO AL FOMENTO Y LA PROTECCIÓN RECÍPROCA DE LA
INVERSIÓN

Y

B. EL CONVENIO ENTRE EL GOBIERNO DEL REINO UNIDO DE
GRAN BRETAÑA E IRLANDA Y DEL NORTE Y EL GOBIERNO DE
LA REPÚBLICA DE BOLIVIA SOBRE EL FOMENTO Y LA
PROTECCIÓN DE INVERSIONES DE CAPITAL

Y

C. EL REGLAMENTO DE ARBITRAJE DE LA COMISIÓN DE LAS
NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL
INTERNACIONAL (CNUDMI)

Entre

1. GUARACACHI AMERICA, INC. Y 2. RURELEC PLC
(las "Demandantes")

C.

ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA

(el "Demandado")

CASO CPA NO. 2011-17

AUDIENCIA SOBRE EL FONDO

Día 5 - Lunes 8 de abril de 2013

Cámara de Comercio Internacional

París, República Francesa

MIEMBROS DEL TRIBUNAL ARBITRAL:

JOSÉ MIGUEL JÚDICE, Presidente

MANUEL CONTHE, Coárbitro

RAÚL E. VINUESA, Coárbitro

SECRETARÍA DE LA CORTE PERMANENTE DE ARBITRAJE:

MARTÍN DOE

AMANDA JIMÉNEZ PINTÓN

Estando presentes:

Estenotipistas/Court Reporters:

(En español)

Virgilio Dante Rinaldi, TP-TC
D-R Esteno S.H.
Colombres 566 (C1218ABD)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires,
República Argentina
info@dresteno.com.ar
www.dresteno.com.ar
(5411) 4957-0083

(En inglés)

David Kasdan
Worldwide Reporting
Washington DC

En representación de las demandantes:

Nigel Blackaby (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Noah Rubins (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Caroline Richard (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Jeffery Commission (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Francisco Abriani (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Belinda McRae (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Gisela Mation (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Katherine Ibarra (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Cécile Roche (Freshfields Bruckhaus
Deringer LLP)

Rodrigo Rivera (Guevara & Gutiérrez)

Ramiro Guevara (Guevara & Gutiérrez)

Elizabeth Shaw (Rurelec PLC)

Susan Laker (Rurelec PLC)

María Bravo (Rurelec PLC)

Manuel Abdala (Perito)

Marcelo Schoeters (Perito)

Gustavo De Marco (Perito)

Iván Santilli (Perito)

Peter Earl (Testigo)

Jaime Aliaga Machicao (Testigo)

Juan Carlos Andrade (Testigo)

Carlos Pedro Marcelo Blanco Quintanilla

(Testigo)

José Antonio Lanza (Testigo)

Alejandro Parodi (Consultor técnico)

Daniel Llarens (Consultor técnico)

En representación de la demandada:

Hugo Montero Lara (Procuraduría General
del Estado)

Elizabeth Arismendi Chumacero
(Procuraduría General del Estado)

Idra Pennycook (Procuraduría General del
Estado)

Eduardo Silva Romero (Dechert LLP)

José Manuel García Represa (Dechert LLP)

Juan Felipe Merizalde Urdaneta (Dechert
LLP)

Ana Carolina Simões e Silva (Dechert LLP)

Antonio Marzal Yetano (Dechert LLP)

Kattia Hernández Morales (Dechert LLP)

Laura Ghitti (Dechert LLP)

Celia Campbell (Dechert LLP)

Jeremy Eichler (Dechert LLP)

Daniel Flores (Perito)

Andrea Cardani (Perito)

Ettore Comi (Perito)

Carlos Quispe Lima (Testigo)

Martha Lourdes Bejarano Hurtado (Testigo)

Eduardo Paz Castro (Testigo)

Testigos del Tribunal Arbitral:

Hernán Jaldín Florero (Comité Nacional de
Despacho de Carga)

Ángel Tarifa Bernal (Comité Nacional de
Despacho de Carga)

ÍNDICE

- Interrogatorio conjunto a los peritos Daniel Llarens, Alejandro Parodi, Hernán Jaldin Florero y Ángel Tarifa Bernal (Pág. 1297)
- Interrogatorio al perito Manuel Abdala (Pág. 1347)
- Interrogatorio al perito Daniel Flores (Pág. 1516)
- Asuntos de procedimiento (Pág. 1658)

08:35:06

1

(A la hora 8:35)

2

INTERROGATORIO CONJUNTO A LOS PERITOS DANIEL

3

LLARENS, ALEJANDRO PARODI, HERNÁN JALDIN FLORERO Y

4

ÁNGEL TARIFA BERNAL

5

PRESIDENTE JÚDICE: Buenos días a todos.

6

Antes que nada, muchas gracias y perdone

7

que no ha sido posible hablar con vosotros el

8

viernes. Creo que en todo caso París pasar aquí un

9

fin de semana no es una cosa muy grave. Pero muchas

10

gracias por vuestra comparecencia y vuestra ayuda al

11

Tribunal.

12

Bueno, el Tribunal para el récord desea

13

aclarar a las entidades que han cooperado con los

14

expertos de las demandantes y la demandada como

15

respuesta a la solicitud de Bolivia de desechar

16

parte de la prueba de la demandante con la intención

17

de que esto responda al deseo expresado por el

18

demandado y poder confrontar a MEC, ahora estudios

19

de infraestructura, sobre las proyecciones que

20

constituyen la base de los cálculos de Compass

21

Lexecon.

22

En este sentido la Orden de Procedimiento

23

6 preveía que fueran las partes quienes interrogasen

24

a los representantes de estos.

25

Estos arreglos se confirmaron también en

08:38:27 1 la conferencia telefónica previa a la audiencia.
2 Entendemos que las partes no obstante lo anterior se
3 han puesto de acuerdo en que el interrogatorio sea
4 conducido primero por el Tribunal y que las partes
5 podrán después plantear cuestiones.

6 El Tribunal acepta esta solución que
7 considera adecuada para asegurar las reglas del
8 debido proceso.

9 En todo caso me gustaría preguntar a las
10 partes si prefieren hacer las mismas el
11 interrogatorio, lo que por supuesto el Tribunal
12 aceptaría o si lo que ha sido dicho por el señor
13 Merizalde o el señor Blackaby sigue siendo nuestra
14 intención.

15 Por favor.

16 SEÑOR SILVA ROMERO: En lo que respecta a
17 Bolivia, señor presidente, yo creo que el acuerdo
18 transmitido al Tribunal está absolutamente claro.

19 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Para
20 que conste simplemente, soy el señor Rubins. Usted
21 me comparó con el señor Blackaby, pero yo no soy el
22 señor Blackaby, soy el señor Rubins. Es adecuado
23 que el Tribunal comience por sus preguntas.

24 PRESIDENTE JÚDICE: Vamos entonces a comenzar
25 con este interrogatorio.

08:39:45 1 La intención de este interrogatorio es que
2 estos testigos comenten brevemente las bases de los
3 presupuestos que sí asumieron a efectos de realizar
4 las evaluaciones y los modelos de simulación.

5 Tenemos tiempo, claro, todo el tiempo que
6 quieran, pero pedimos si es posible que las
7 respuestas sean breves, sean cortas.

8 Vamos a hacer preguntas a las tres
9 entidades, algunas preguntas son las mismas para las
10 dos entidades, otras son diferentes.

11 Vamos a empezar con CNDC, porque todo nace
12 de CNDC.

13 La primera pregunta es que si han dado a
14 MEC y EDI y al ingeniero Paz datos. Si han dado
15 datos sobre el sistema.

16 SEÑOR JALDIN FLORERO: Del CNDC todos los datos
17 están...

18 PRESIDENTE JÚDICE: Antes de eso, perdone que
19 estaba olvidando, hay que hacer una declaración.
20 Hay que leerla. Se tiene ahí. Cada uno de vosotros,
21 por favor. Perdonen que he olvidado.

22 SEÑOR JALDIN FLORERO: Declaración de experto.

23 Declaro solemnemente sobre mi honor y
24 conciencia que diré la verdad, toda la verdad y nada
25 más que la verdad. Y mi declaración será conforme a

08:41:25 1 mi leal saber y entender.

2 SEÑOR TARIFA BERNAL: Declaro solemnemente
3 sobre mi honor y conciencia que diré la verdad, toda
4 la verdad y nada más que la verdad. Y mi
5 declaración será conforme a mi leal saber y
6 entender.

7 SEÑOR LLARENS: Declaro solemnemente sobre mi
8 honor y conciencia que diré la verdad, toda la
9 verdad y nada más que la verdad. Y mi declaración
10 será conforme a mi leal saber y entender.

11 SEÑOR PARODI: Declaro solemnemente sobre mi
12 honor y conciencia que diré la verdad, toda la
13 verdad y nada más que la verdad. Y mi declaración
14 será conforme a mi leal saber y entender.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias.

16 (Pausa.)

17 PRESIDENTE JÚDICE: Perdone este pequeño
18 retraso. Entonces las primeras cuestiones son para
19 CNDC. Y la primera es la siguiente. ¿Es que CNDC
20 ha dado, ha provisto a MEC, a estudios de
21 infraestructura y al ingeniero Paz datos de vuestro
22 sistema, de vuestra organización?

23 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, no hemos producido.
24 Pero sin embargo los datos y los resultados de la
25 operación del CNDC están disponibles en su página

08:46:20 1 web para todos los agentes del mercado.

2 PRESIDENTE JÚDICE: Gracias.

3 Pero creo que el ingeniero Paz ha pedido
4 algunas informaciones para ser preparadas por CNDC.
5 ¿Lo confirma?

6 SEÑOR JALDIN FLORERO: Esos son ya los
7 resultados de algunos cálculos que nos ha solicitado
8 la empresa Guaracachi.

9 Pero como datos básicos están disponibles
10 en la página web.

11 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias.

12 Pero además de todo lo que está disponible
13 y pueda ser utilizado por quien quiera, hay también
14 datos que han sido provistos por vosotros al
15 ingeniero Paz, pero no a MEC ni a Estudios de
16 Infraestructura.

17 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, no han sido
18 provistos ni a MEC ni a Estudios Infraestructura.

19 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias. Entonces si
20 bien entiendo los datos que están disponibles están
21 disponibles para Estudios, para MEC y para Estado
22 Plurinacional de Bolivia o para empresa Guaracachi
23 son disponibles para todas las entidades que lo
24 quieran.

25 SEÑOR JALDIN FLORERO: Parte de la información

08:47:25 1 está disponible para todo público, para toda gente.
2 Y parte de la información está sólo disponible para
3 los agentes.

4 PRESIDENTE JÚDICE: Para los agentes.

5 Donde que estudios y MEC no son agentes.

6 SEÑOR JALDIN FLORERO: Estudios y MEC no son
7 agentes del mercado eléctrico boliviano.

8 PRESIDENTE JÚDICE: Puede que alguna
9 información no esté disponible para ellos.

10 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, no toda la
11 información está disponible para todo público.

12 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien. Entonces usted no
13 sabe si los datos que han sido utilizados por MEC,
14 por Estudios, o por Guaracachi o Estado
15 Plurinacional de Bolivia han sido los mismos. Eso no
16 lo sabe.

17 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, no conozco.

18 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien. Dos han hablado
19 de softwares que son usados, un se llama SDDP y el
20 otro nuevo corto plazo. Este software es utilizado
21 para aplicar, para ver la demanda y/o la
22 disponibilidad esperadas o aplica lo que son los
23 datos reales. ¿Me entiende?

24 SEÑOR JALDIN FLORERO: La demanda y la
25 disponibilidad son datos que se elaboran fuera de

08:48:38 1 estos modelos.

2 PRESIDENTE JÚDICE: Fuera de los modelos.

3 SEÑOR JALDIN FLORERO: Estos modelos toman como
4 dato de entrada, la demanda, las disponibilidades.

5 Lo que hacen estos modelos es la
6 optimización del despacho hidrotérmico. El SDDP es
7 un modelo que se utiliza para, nosotros le llamamos
8 mediano plazo, o sea con un horizonte de cuatro
9 años. Y el MCP es un modelo de corto plazo, así
10 como el nombre lo indica.

11 PRESIDENTE JÚDICE: ¿Ese es un modelo que
12 anticipa lo que va a pasarse o son modelos que
13 utilizan los datos reales, o algo entre las dos
14 cosas?

15 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, se utilizan los
16 datos previstos, lo que va a venir. Estos modelos lo
17 que permiten son las directrices cómo se va a hacer
18 la operación en el futuro.

19 PRESIDENTE JÚDICE: ¿Donde que utilizan para
20 presentar previsiones, datos reales, o es solamente
21 un estudio que no utiliza los datos reales
22 anteriores?

23 SEÑOR JALDIN FLORERO: Estos modelos no son
24 para usar datos reales. Si no, son modelos para el
25 futuro, para la operación en el futuro. En todo lo

08:49:53 1 que normalmente es por ejemplo para mediano plazo en
2 cuanto a la demanda, hacer la previsión para los
3 cuatro años siguientes que vienen, y para el modelo
4 SDDP para una semana al frente digamos. O sea
5 entonces se hacen con datos previstos. Y si estoy
6 hablando de la programación de la operación de
7 mediano plazo o de la programación de la operación
8 de corto plazo, tengo que tener como datos de
9 entrada la demanda prevista y los mantenimientos
10 previstos.

11 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien.

12 ¿Pero el modelo no va siendo objeto de
13 adaptación en función de los datos reales que cada
14 día van surgiendo o no? Nada tiene que ver con el
15 pasado, digamos.

16 SEÑOR JALDIN FLORERO: Nada tiene que ver con
17 el pasado.

18 Lo que se hace es actualizaciones. Por
19 decir si he hecho en el corto plazo una previsión de
20 una semana, entonces en la operación de toda la
21 semana que en Bolivia empieza el primer día de la
22 semana, para la operación el día sábado termina el
23 día viernes, entonces por ejemplo el día sábado hago
24 la programación de la semana y me sirve para
25 operar -- perdón, el día viernes, me sirve para

08:51:02 1 operar, sábado, domingo y lunes.

2 El día lunes hago la actualización de la
3 mejor información prevista.

4 PRESIDENTE JÚDICE: Donde los datos reales son
5 utilizados para sus previsiones futuras.

6 SEÑOR JALDIN FLORERO: De la demanda, sí. Pero
7 de los mantenimientos, los agentes ven, o sea cuanto
8 más cerca el día martes haciendo la previsión el día
9 lunes para el día martes, tienen la mejor
10 información.

11 PRESIDENTE JÚDICE: ¿Para el largo plazo es lo
12 mismo?

13 SEÑOR JALDIN FLORERO: Para el largo plazo se
14 hacen dos estudios anuales, cada seis meses. Para
15 que ese estudio entre en vigencia el 1° de mayo y el
16 1° de noviembre. Y las declaraciones se hacen el 10
17 de febrero y el 10 de agosto.

18 Con esos datos que fueron declarados por
19 los agentes el 10 de febrero se realiza la
20 programación de la operación que va a entrar en
21 vigencia desde el 1° de mayo por el lapso de cuatro
22 años. Lo propio se hace con la declaración de los
23 agentes al 10 de agosto, se hace la programación de
24 la operación que va a entrar en vigencia a partir
25 del 1° de noviembre.

08:52:13 1 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias.

2 Tenemos información que el ingeniero Paz
3 ha pedido para el período de junio de 2008 a abril
4 2010 con o sin cambios la norma operativa 3 sobre
5 precio spot, se ha hecho un estudio histórico,
6 digamos. ¿Este estudio ha sido basado en datos
7 históricos o ha sido basado en datos estimados?

8 SEÑOR JALDIN FLORERO: Muy bien, o sea lo que
9 se ha hecho es utilizando los estudios de precios de
10 nodos vigentes para cada período, ver la variación
11 de los precios con y sin decreto. Y esta variación
12 de precios se ha aplicado a los datos reales que
13 fueron de la operación del semestre correspondiente.

14 Como le dije, cada seis meses se hacen
15 estos estudios. O sea tienen vigencia de los
16 precios nodo cada seis meses.

17 PRESIDENTE JÚDICE: Claro.

18 SEÑOR JALDIN FLORERO: Y en estos estudios se
19 ha introducido el decreto y sin decreto, se ha visto
20 la variabilidad de los precios. Y con esa
21 corrección o con esa variación es lo que se ha hecho
22 el trabajo, pero con datos reales que ocurrieron en
23 el semestre.

24 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias. La última
25 cuestión de mi parte, de parte del Tribunal, después

08:53:38 1 los abogados pueden plantear algunas otras.

2 Es que se ha hecho un estudio sobre el
3 impacto en el fondo de estabilización. Y ese estudio
4 también se ha hecho sobre datos reales.

5 SEÑOR JALDIN FLORERO: También con la misma
6 valorización que se hizo se encontró esa variación y
7 eso es lo que se introduce a la variación en el
8 fondo de estabilización.

9 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien. Muchas gracias.

10 Ahora vamos para MEC y estudios de
11 infraestructuras. Las primeras cuestiones son
12 planteadas a cada uno pero es la misma cuestión,
13 puede que a lo mejor que sea respondido primero por
14 MEC que ha trabajado primero, pero a mí me da igual,
15 como quieran.

16 Usted ha informado a Compass Lexecon con
17 la información para que Compass Lexecon pueda
18 preparar su testigo, su expert witness statement.

19 La primera cuestión es si se basaron
20 vosotros en los datos de CNDC o se basaron en otros
21 datos.

22 SEÑOR LLARENS: Nos hemos basado básicamente en
23 los datos del CNDC.

24 PRESIDENTE JÚDICE: Básicamente quiere decir
25 que se basaron también en otros datos.

08:54:58 1 SEÑOR LLARENS: No, no, diciendo prácticamente
2 todos los datos son del CNDC. Inclusive los que
3 corresponden a la programación de la operación y los
4 que corresponden al plan de expansión óptimo
5 preparado por ellos.

6 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien.

7 Segunda pregunta para usted, donde sobre
8 los datos de CNDC han hecho cambios o los han
9 presentado como los habían recibido, claro,
10 organizados creo de una forma que sea comprensible
11 para el doctor Abdala.

12 SEÑOR LLARENS: No, básicamente sin cambios
13 sobre la información que proporcionó CNDC.

14 PRESIDENTE JÚDICE: Y ahora las mismas
15 cuestiones para usted.

16 ¿Donde que sus informes se han basado en
17 los datos de CNDC o también en otros datos recogidos
18 de otras fuentes?

19 SEÑOR PARODI: Únicamente de la información que
20 me proveyó Mercados Energéticos.

21 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien. Otra cuestión.

22 ¿Han hecho o no cambios en la información
23 recibida de CNDC?

24 SEÑOR PARODI: Ninguno.

25 PRESIDENTE JÚDICE: Ningún cambio.

08:56:03 1 Ahora cuestiones que son un poco
2 diferentes para cada uno de vosotros.

3 La primera para usted es si puede resumir
4 no durante mucho tiempo, pero resumir cuáles fueron
5 los supuestos que Compass Lexecon solicitó que
6 fueron aplicados por MEC en sus informes, porque el
7 doctor Abdala habla que ha dado instrucciones, ha
8 pedido algunas cosas.

9 ¿Puede clarificar un poco?

10 SEÑOR LLARENS: Sí, claro, con mucho gusto.

11 Nuestro trabajo con Compass abarcó dos
12 períodos. El período histórico desde agosto del
13 2008 hasta mediados de 2010, y la evaluación a
14 futuro del mercado. Son dos trabajos muy diferentes
15 porque en uno se analiza lo que realmente sucedió en
16 función de datos históricos. Y en el otro hay una
17 estimación de lo que puede llegar a pasar en función
18 del mejor conocimiento que hoy se tiene o que se
19 tenía que ese momento de las variables del mercado.
20 Son dos trabajos que involucran herramientas
21 diferentes, procesos diferentes, criterios
22 diferentes de cálculos.

23 Hemos abarcado estos dos procesos
24 aportando a Compass además de la capacidad de hacer
25 las simulaciones también nuestro entendimiento de

08:57:21 1 cómo funciona el mercado mayorista de Bolivia.

2 En base a estas dos cosas, estructuramos
3 nuestros cálculos principalmente primero en una
4 etapa de prueba, de sucesiva prueba de que todo esté
5 funcionando correctamente. Se hicieron muchas
6 simulaciones de prueba para que todo esté
7 funcionando correctamente.

8 Y una vez que todo estaba ajustado, que
9 entendíamos que representaba un escenario razonable
10 de acuerdo a nuestro conocimiento de Bolivia,
11 hicimos las simulaciones para proporcionar los
12 resultados que nos habían solicitado profesionales
13 de Compass.

14 Básicamente los resultados que nos
15 pidieron fueron respecto al período histórico, que
16 determinásemos cómo hubiese sido el costo marginal
17 de la energía en Bolivia si no se hubiese aplicado
18 el decreto que anula a la unidad Aranjuez como
19 candidata para marginar. Eso es una cosa. Entonces
20 allí lo que nosotros hicimos en el cálculo fue,
21 bueno, proporcionar justamente ese resultado.

22 Analizamos del período histórico agosto
23 2008-mediados 2010 la operación del sistema cada 15
24 minutos. En esa operación del sistema cada 15
25 minutos vimos los estados en donde el parque de

08:58:53 1 generación térmico en Bolivia a gas natural era
2 insuficiente para abastecer la demanda. Y en esos
3 estados determinamos que por lo tanto la unidad
4 marginal era Aranjuez diésel. Y en base a eso
5 determinamos que el nuevo costo marginal del sistema
6 sin la aplicación del decreto referido.

7 Este es un trabajo arduo de pasar por cada
8 15 minutos de dos años de evaluación. No se hace en
9 virtud de ninguna programación de operación ni nada,
10 nada que ver con programar, nada que ver con
11 estimación sino con datos reales de la operación del
12 sistema.

13 Eso lo hicimos cada 15 minutos para poder
14 tener la precisión necesaria para determinar la
15 variación de costos marginales.

16 En el período histórico fue este el
17 trabajo. En el período futuro la situación es más
18 compleja, hay que analizar cerca de diez años de
19 operación.

20 Hicimos de acuerdo a las capacidades de
21 los modelos de simulación, en este caso como usted
22 mencionaba el SDDP, como modelo de simulación usamos
23 sus máximas capacidades para simular. Y en ese caso
24 tuvimos que hacer pruebas sobre escenarios y
25 acomodar las bases de datos a la información que

09:00:12 1 teníamos. Las bases de datos que proporciona CNDC
2 del SDDP son limitadas, limitadas en tiempo, como
3 acaba de comentar el colega. Abarcan sólo cuatro
4 años a futuro. Y tienen datos que necesitan ser
5 corregidos para representar un futuro más largo, un
6 futuro en este caso hasta el año 2018, que era
7 nuestra pretensión de simular.

8 Entonces nosotros tuvimos que ajustar la
9 base de datos del SDDP para todo el período del 2011
10 al 2018 tanto en el parque de generación, en la
11 demanda y en otros aspectos técnicos de la base de
12 datos.

13 Nuestro trabajo fue ajustar la base de
14 datos para que sean representativas ya no de un
15 futuro de corto plazo de cuatro años sino de un
16 futuro de nueve años.

17 Eso significa incorporar mucha más
18 información a la base de datos, información que no
19 estaba originalmente en las bases de datos, sino que
20 hubo que incorporar.

21 La fuente básica de esos datos, como
22 fuente de datos fue el plan de expansión óptimo de
23 Bolivia. El plan de expansión óptimo contiene
24 información agregada no con mucho detalle pero sí
25 suficiente información que hay que volcarla en los

09:01:33 1 modelos de simulación con cierta forma de hacerlo,
2 es decir hay que seguir ciertas estructuras para
3 armar los datos. Entonces trabajamos nosotros
4 conformando esa base de datos que abarcaba hasta el
5 año 2018.

6 Y una vez que hicimos esto en un escenario
7 que entendíamos que era razonable para esta
8 evaluación, hicimos las simulaciones a futuro.

9 Las simulaciones a futuro proporcionan
10 enorme cantidad de resultados. Enorme cantidad de
11 resultados. De todos ellos, porque en definitiva el
12 futuro es estadísticamente, depende de variables
13 estadísticas. Por ejemplo nadie sabe cuánto va a
14 llover a futuro, entonces hay que poder decirle al
15 modelo distintas condiciones hidrológicas a futuro.

16 Entonces el modelo produce muchos
17 resultados, de los cuales tuvimos que seleccionar
18 aquellos que eran útiles a los efectos del cálculo.

19 Estos datos útiles básicamente son el
20 despacho, es decir cuánta energía generan las
21 unidades de EGSA, y cuáles son los costos marginales
22 al cual se valoriza nuestra energía. Nuestros
23 resultados por tanto para Compass Lexecon fueron
24 esencialmente el despacho de las unidades de
25 generación, los costos marginales a los cuales se

09:02:52 1 realiza la energía que genera y el consumo de
2 combustible que resulta de ese despacho de
3 generación.

4 El despacho de generación además involucra
5 aquel despacho que es económico, que se llama
6 económico porque es el de mínimo costo. Pero
7 también hay otro despacho que se llama despacho
8 forzado que son requeridos por otras condiciones
9 operativas del sistema. Entonces nosotros
10 proporcionamos también estas variables a Compass.

11 En definitiva ese cálculo además lo
12 hicimos con o sin el decreto referido de acuerdo a
13 que quita a Aranjuez diésel como unidades
14 marginales.

15 Así que el proceso fue siguiendo
16 básicamente esta estructura. De prueba primero de
17 modelo, de calibración de los modelos, de adaptación
18 de la base de datos. Y luego una vez que está todo
19 hecho eso, proporcionar los resultados que se
20 requerían de acuerdo a los requerimientos de
21 Compass.

22 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias.

23 Ahora dos cuestiones para usted,
24 ingeniero.

25 Bueno, la primera cuestión es la

09:03:56 1 siguiente. Usted ha entrado después de MEC. Sé,
2 porque hay datos en el procedimiento, que el doctor
3 Abdala ha pedido para hacer algunas simulaciones en
4 función de algunos comentarios o críticas de Econ
5 One, del otro experto del otro lado.

6 Pero además de eso que sé que ha cambiado,
7 que ha hecho otras calculaciones, ¿ha aceptado los
8 datos que han sido preparados por MEC o ha
9 (intervenido), ha modificado esos datos?

10 SEÑOR PARODI: No, de ninguna manera. Usé el
11 modelo calibrado por Mercados Energéticos. El
12 modelo calibrado por Mercados Energéticos. No hubo
13 ninguna modificación a ese modelo ni a esa base de
14 datos.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Continuó el trabajo como si
16 fuera MEC, solamente haciendo algunas simulaciones
17 para ayudar, creo, al doctor Abdala, a Compass
18 Lexecon, a presentar situaciones en función de
19 algunos comentarios del otro experto.

20 SEÑOR PARODI: Correcto.

21 PRESIDENTE JÚDICE: Es eso.

22 Segunda cuestión es la siguiente. Además
23 de esto que ha dicho, ¿qué trabajos han hecho para
24 ayudar el trabajo de Compass Lexecon?

25 SEÑOR PARODI: Ningún otro.

09:05:21 1 PRESIDENTE JÚDICE: Ningún otro.

2 Bueno, entonces las cuestiones del
3 Tribunal son estas. Y ahora como ha sido arreglado,
4 las partes pueden plantear cuestiones. Desde el
5 punto de vista del Tribunal sin limitaciones.

6 Yo sé que las partes han dicho que de
7 común acuerdo no van a preguntar nada más que lo
8 hace sobre lo que ha dicho a nuestras cuestiones,
9 pero para el Tribunal las partes tienen todo el
10 derecho de plantear todas las cuestiones que
11 quieran.

12 Muchas gracias.

13 ¿Quién empieza?

14 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):

15 Gracias, señor presidente.

16 Estoy entregando aquí el intercambio de
17 cartas del señor Paz, de EGSA, al CNDC. Y la carta
18 de CNDC a EGSA. Y solamente en torno a esto me
19 gustaría una aclaración.

20 En primer lugar, caballeros, y me imagino
21 que no importa demasiado cuál de ustedes dos
22 responda a la pregunta, porque me imagino que los
23 dos saben la respuesta, pero solamente uno necesita
24 responder a la pregunta.

25 ¿Reconocen estos dos documentos?

09:07:17 1 SEÑOR JALDIN FLORERO: Sí. Los reconocemos.

2 P Bien.

3 Si ustedes se fijan en la solicitud de
4 Guaracachi, podrán ver lo que el señor Paz está
5 solicitando, y ven a media página, a mitad de
6 párrafo, donde les pide, y lo voy a leer aquí en
7 español porque es lo único que tenemos (En español)
8 Dos estudios del impacto en los costos marginales,
9 precios de nodo e ingresos por energía esperados
10 para EGSA. Esperados para EGSA.

11 (Interpretado del inglés) Me gustaría
12 saber si cuando ustedes recibieron esto,
13 ¿entendieron que el señor Paz les estaba pidiendo
14 simplemente datos históricos o alguna forma de
15 proyección antigua, como por ejemplo una proyección
16 de los precios spot previstos y los ingresos
17 resultantes, digamos, al 2008 para el período
18 2008-2010, por ejemplo?

19 ¿Qué es lo que entendieron ustedes que les
20 estaba preguntando, cuál de las dos opciones?

21 SEÑOR JALDIN FLORERO: Lo que nosotros hemos
22 entendido es lo que hemos hecho el trabajo. O sea,
23 lo que hemos entendido es que cuál sería el efecto
24 si no hubiese salido un decreto, no sin decreto, y
25 con decreto. Y justamente en ese entendimiento es lo

09:09:14 1 que nosotros realizamos los dos estudios en los
2 precios de nodo, el vigente en realidad, uno sólo
3 existe, el vigente, en cada período. Y lo que hemos
4 entendido es que en ese período había que valorizar
5 con datos reales. Es lo que cabalmente en nuestra
6 carta es lo que hemos entendido nosotros, resultado
7 de lo que entendimos al ingeniero Eduardo Paz, de
8 Guaracachi.

9 P Bien.

10 Si pasamos ahora a su estudio, si vemos la
11 segunda página y vemos el cuadro, el primer cuadro
12 en esa página a la izquierda el título de este
13 cuadro en español (En español) De la energía
14 considerando estimación de precios de nodo.

15 (Interpretado del inglés) ¿Lo ve?

16 SEÑOR JALDIN FLORERO: Sí, lo veo.

17 P En la situación real en el estudio, es
18 decir con el régimen de precios spot real en
19 vigencia, ¿el precio del nodo es también una
20 estimación en este cuadro?

21 SEÑOR JALDIN FLORERO: Este cuadro corresponde
22 a los estudios de precios de nodo, a los dos
23 estudios de precio de nodo, con decreto y sin
24 decreto.

25 Y en este cuadro no están los datos

09:11:18 1 reales. Eso lo dice el título mismo.

2 P Sí.

3 SEÑOR JALDIN FLORERO: Tal como expliqué, este
4 es el cuadro con el que se ha determinado la
5 validación, el efecto del decreto. Este es el
6 cuadro que corresponde a la determinación de la
7 variación con decreto y sin decreto en base a los
8 estudios de precios de nodo.

9 P Si nos fijamos en el primer renglón debajo
10 del título (Interpretado
11 del inglés) Estos son los ingresos por precios spot
12 con el decreto supremo vigente.

13 Estos precios no son históricos. ¿Verdad?

14 SEÑOR JALDIN FLORERO:
15 Aclaro otra vez, es la segunda vez que digo esto es
16 de los estudios de precios del nodo como dice el
17 título de arriba. Dice: "Costos de la energía
18 considerando estimación de precios de nodo."

19 P Bien. Entonces no es sorprendente que
20 esta sea la situación real con el cambio en la
21 reglamentación de los precios spot vigente y nos
22 sorprende que estas cifras no se correspondan o no
23 coincidan con los precios nodales históricos.
24 ¿Verdad?

25 SEÑOR JALDIN FLORERO: Es imposible que uno que

09:13:22 1 está previsto corresponda con el histórico real.

2 P Me parece bien.

3 ¿Y usted comprende que la diferencia entre
4 los resultados de la repercusión del cambio en el
5 régimen de los precios spot entre su estudio y los
6 resultados adquiridos por MEC son los resultados del
7 hecho que estos no son precios históricos? ¿Lo
8 entiende así?

9 SEÑOR JALDIN FLORERO: Lo que yo puedo entender
10 es que el CNDC tiene una experiencia en la
11 estimación de sensibilidades y tenemos modelos
12 reconocidos por el mercado. Y en todos los períodos
13 de estudio que realiza el CNDC hace las proyecciones
14 de los precios. Y adicionalmente hay un informe de
15 informe estacional que señala que se determinan las
16 diferencias entre lo ocurrido realmente y lo
17 previsto.

18 Y los márgenes de variación son del orden
19 de menor a 5 por ciento.

20 En base a esa experiencia que tiene el
21 CNDC, es lo que ha determinado esta variación de los
22 precios para aplicar a los datos reales.

23 P Entiendo. Pero creo que ahora hemos
24 aclarado la naturaleza de la información que utilizó
25 el señor Paz, que como ustedes lo dicen, es una

09:15:30 1 estimación sobre la base de expectativas al
2 principio del período que fue analizado. ¿Correcto?

3 SEÑOR JALDIN FLORERO: Sí, correctamente. Sí.

4 Lo que está diciendo mi compañero es que
5 esta variabilidad tal cual como repetí, esta
6 variación de precios, fue aplicada a lo que ocurrió
7 en tiempo real en los seis meses. Eso está claro,
8 eso es lo que dijimos desde el principio.

9 P Bien.

10 Para que conste en acta, los documentos
11 que hemos estado analizando fueron los anexos 42 y
12 43 de la primera declaración del señor Paz, en orden
13 secuencial. Y estas son todas las preguntas que
14 tengo. Muchas gracias.

15 Muchas gracias, caballeros. Me han
16 ayudado enormemente.

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

18 Muchas gracias.

19 Doctor García Represa.

20 SEÑOR SILVA ROMERO: Sí, señor presidente.

21 Vamos a estar haciendo preguntas los dos.

22 Y comienza mi compañero.

23 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Gracias, señor
24 presidente.

25 Y quisiera comenzar con una pregunta a la

09:16:45 1 gente de la CNDC a ver si nos pueden ilustrar sobre
2 algunos puntos que se han mencionado.

3 Ustedes mencionaron en respuestas al
4 Tribunal el software SDDP y acabamos de escuchar de
5 parte de MEC que el SDDP tiene una limitación
6 temporal y no permite hacer proyecciones más allá de
7 8-9 años.

8 ¿Es eso correcto?

9 SEÑOR JALDIN FLORERO: No, no es correcto eso.

10 O sea, el SDDP nosotros utilizamos con
11 representación semanal, y en esa época se hacía la
12 demanda que se representaba en períodos de tres
13 bloques.

14 Sin embargo, para los estudios de largo
15 plazo, las representaciones que hay que hacer y
16 normalmente el CNDC lo hace con representación de la
17 demanda en etapas mensuales. Entonces en ese caso
18 sí utilizamos el SDDP por más de cuatro años.

19 P ¿Y se puede utilizar el SDDP por más de
20 diez años, por ejemplo, haciendo proyecciones
21 evidentemente?

22 SEÑOR JALDIN FLORERO: El CNDC lo ha hecho, con
23 esa representación. O sea, para diez años hay que
24 pensar -- las etapas las hacemos mensualmente.

25 P Gracias.

09:18:02 1 Y usted mencionaba hace un momento en
2 respuestas a mi colega...

3 PRESIDENTE JÚDICE: Es que en la transcripción
4 no sé si está muy claro. Ha dicho que por más de
5 diez años han hecho o no han hecho.

6 SEÑOR JALDIN FLORERO: Hemos hecho proyecciones
7 en la última actualización del POES del 2013 al
8 2025, respondiendo a la agenda patriótica que el
9 presidente Evo Morales mencionó.

10 PRESIDENTE JÚDICE: Entonces estaba bien la
11 transcripción. Muchas gracias. Perdón.

12 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Y mencionaron hace un
13 momento en respuestas a mis colegas cómo habían
14 realizado el cálculo de lo que en este arbitraje se
15 conoce por daño histórico por precio spot, el
16 decreto 29.599.

17 Dígame, en caso de que un Tribunal
18 ordenase la nulidad de ese decreto y la norma
19 operativa número 3 correspondiente, ¿ustedes en la
20 liquidación que se les pediría habrían hecho algo
21 distinto de lo que han hecho en este arbitraje?

22 SEÑOR TARIFA BERNAL: A ver, no estoy
23 entendiendo bien el sentido de tu pregunta. No sé
24 si la puedes repetir.

25 P Claro, en caso de que se declarase la

09:19:21 1 nulidad del decreto supremo que fijó la eliminación
2 de las unidades dual como unidades candidatas a
3 marginar, la liquidación que tendría que hacer el
4 CNDC, la liquidación económica, ¿sería distinta de
5 lo que ustedes han hecho en este arbitraje?

6 SEÑOR TARIFA BERNAL: Bueno, en realidad no.
7 Por dos cosas.

8 Suponiendo que se dé la nulidad del
9 decreto este, el mercado ya está consolidado. El
10 eléctrico ya estaría consolidado por un lado.

11 Tendría que haber una disposición muy
12 expresa como para que puedan realizar algún tipo de
13 ajuste desde el punto de vista de la misma
14 abrogación del decreto.

15 Y si fuese ese caso el caso, la
16 metodología de cálculo tendría que ser la misma.

17 P Gracias.

18 Y una última pregunta para ustedes, no sé
19 quién es el mejor situado para contestarla.

20 Ustedes mencionaron dos estudios
21 semestrales que llamaron de largo plazo y realmente
22 van a ser dos preguntas. Primero, yo entiendo que
23 ahí se referían a lo que se llama programación de
24 mediano plazo o PMP. ¿Es eso correcto?

25 SEÑOR JALDIN FLORERO: Nosotros hemos hecho

09:20:33 1 este cálculo en base al estudio de precios de nodo,
2 no en base a mediano plazo.

3 P Voy a reformular.

4 SEÑOR JALDIN FLORERO: Sin embargo, quiero
5 aclarar que el estudio de precios de nodo es una
6 extracción del estudio de mediano plazo.

7 P Bien. Y no me estoy refiriendo aquí al
8 daño histórico, eso entiendo es a lo que se estaba
9 refiriendo, estoy ya de forma más general pensando
10 en proyecciones a futuro. Y usted mencionó que para
11 las proyecciones a futuro a largo plazo el CNDC
12 publica dos estudios semestrales. ¿Son esos
13 estudios lo que se llama Programación de Mediano
14 Plazo o PMP?

15 SEÑOR JALDIN FLORERO: Sí.

16 P Y hace un momento usted mencionaba que el
17 informe de precios de nodo es un extracto del PMP.

18 No sé si sabe, pero en este caso se ha
19 llamado la atención del Tribunal sobre una
20 diferencia entre el informe de precios de nodo
21 vigente, por decir así, a la fecha de
22 nacionalización que preveía la operación de la
23 unidad Karachipampa durante los seis meses
24 siguientes, y el informe de precios de nodo también
25 vigente en esa época en el que la unidad

09:21:38 1 Karachipampa aparecía retirada a partir del mes de
2 agosto del año 2010.

3 ¿Podría explicarnos por qué hay esta
4 diferencia y si uno tiene que hacer una proyección a
5 largo plazo cuál de los dos documentos utiliza?

6 SEÑOR JALDIN FLORERO: Bien. De acuerdo a la
7 normativa vigente en Bolivia, el informe de precios
8 de nodo siempre es la primera parte del primer año
9 de precios de nodo.

10 En ese entendido es de que el informe de
11 mediano plazo debe ser presentado en primera
12 instancia a la autoridad de electricidad, al
13 regulador, hasta el 15 de septiembre o hasta el 15
14 de marzo.

15 Los estudios de precios de nodo son
16 resultados posteriores después de las observaciones
17 que realiza el regulador en algunos casos.

18 Entonces, al estudio de mediano plazo que
19 fue publicado por el CNDC se introducen todavía
20 modificaciones en función a las observaciones que
21 pueden realizar los mismos agentes o el regulador.

22 Sin embargo, el resultado final de precios
23 de nodo siempre se basa en la base de datos de los
24 cuatro años que corresponden a lo que es el mediano
25 plazo.

09:22:56 1 Entonces, la base de datos del mediano
2 plazo sufre correcciones en función a las
3 observaciones que pueda haber a precios de nodo por
4 los agentes o por el regulador. Entonces para
5 nosotros siempre salen los precios de nodo de la
6 base de datos dato de mediano plazo. Así lo
7 entendemos.

8 P ¿Y esos precios de nodo tienen vigencia
9 por seis meses únicamente?

10 SEÑOR JALDIN FLORERO: Ambos estudios si bien
11 en el mediano plazo tienen un horizonte de cuatro
12 años y el informe de precios de nodo para seis
13 meses, sin embargo tienen una vigencia de solamente
14 seis meses. O sea se van renovando los estudios
15 cada seis meses.

16 P Bien, ¿y para largo plazo cuál utilizaría
17 de los dos: el PMP el informe de precios de nodo?

18 SEÑOR JALDIN FLORERO: O sea le vuelvo a decir,
19 para mí es indiferente. Ambas bases de datos son lo
20 mismo.

21 P Gracias.

22 SEÑOR SILVA ROMERO: Sí, ahora tengo, señor
23 presidente, algunas preguntas para el representante
24 de MEC, señor Llarens, entiendo.

25 Buenos días, señor Llarens.

09:24:04 1 Señor Llarens: entiendo que a usted lo
2 contrata Rurelec. ¿Correcto?

3 SEÑOR LLARENS: Correcto.

4 P Y entiendo que usted las instrucciones
5 para hacer su estudio se la las da el señor Abdala.
6 ¿Correcto?

7 SEÑOR LLARENS: Sí.

8 P Usted menciona, señor Llarens, el
9 conocimiento -- pero antes de eso. ¿El estudio de
10 MEC lo elaboró usted?

11 SEÑOR LLARENS: Yo y un equipo al cual dirijo.

12 P ¿Cuántas personas trabajan en ese equipo?

13 SEÑOR LLARENS: Yo y dos personas más.

14 P Pero usted no firmó el estudio que le dio
15 al señor Abdala. ¿Correcto?

16 SEÑOR LLARENS: Yo soy el responsable del
17 equipo el cual produjo resultados para el señor
18 Abdala.

19 P Esa no es mi pregunta. Mi pregunta es si
20 usted firmó o no el informe.

21 SEÑOR LLARENS: Yo no firmé mi informe
22 personalmente.

23 P Gracias.

24 Usted mencionó su conocimiento de Bolivia
25 hace unos instantes. ¿Recuerda?

09:25:20 1 SEÑOR LLARENS: Sí, por favor.

2 P ¿Usted ha trabajado antes en Bolivia?

3 SEÑOR LLARENS: Extensivamente.

4 P Entiendo que en junio de 2012 el CNDC
5 invitó a MEC a participar en unos términos de
6 referencia en una licitación. ¿Correcto?

7 SEÑOR LLARENS: No estoy al frente de la parte
8 comercial de Mercados Energéticos para afirmar eso.

9 P ¿No está usted al tanto de unos términos
10 de referencia que tenían por objeto un estudio de
11 costos de operación y mantenimiento de las nuevas
12 unidades generadoras con miras a obtener la
13 información necesaria para aprobar para cada tipo de
14 tecnología valores máximos de costo de operación y
15 mantenimiento en el mercado eléctrico mayorista
16 boliviano?

17 SEÑOR LLARENS: Le repito: el director
18 comercial no soy yo de la empresa. Yo soy un
19 representante de cada una de estas simulaciones
20 energéticas.

21 P ¿Y usted no participa en la elaboración de
22 las diferentes propuestas para ganar o no una
23 licitación?

24 SEÑOR LLARENS: No, no. En esa propuesta en
25 particular no tengo ninguna participación.

09:26:26 1 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Gracias, tengo algunas
2 preguntas para usted también, si me permite.

3 SEÑOR LLARENS: Sí, por favor.

4 P En respuestas al Tribunal usted primero
5 mencionó que utilizó los datos del CNDC sin cambios,
6 ¿lo recuerda?

7 SEÑOR LLARENS: Sí.

8 P Y luego más adelante dijo que hicieron
9 algunos ajustes a las bases de datos.

10 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

11 P Espere que le haga la pregunta, si no le
12 importa.

13 Ustedes se basaron en proyecciones hasta
14 el 2018. ¿Verdad?

15 SEÑOR LLARENS: Correcto.

16 P Eso por instrucción de Compass Lexecon.
17 ¿Cierto?

18 SEÑOR LLARENS: Eso por criterio también
19 técnico. Como yo antes expliqué -- ¿puedo contestar
20 o...

21 P Primero contésteme. ¿Recibió una
22 instrucción de Compass Lexecon para parar sus
23 simulaciones en 2018, sí o no?

24 SEÑOR LLARENS: No.

25 P De acuerdo.

09:27:09 1 Usted utilizó el plan óptimo de expansión
2 2011-2021. ¿Verdad? ¿Lo recuerda?

3 SEÑOR LLARENS: Sí.

4 P Usted útil plan óptimo de expansión
5 2011-2021. ¿Es correcto?

6 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

7 P ¿A usted nadie le dijo que no podía
8 utilizar información posterior a mayo 2010?

9 SEÑOR LLARENS: Lo que yo conozco del tema es
10 que tengo que usar la mejor información disponible a
11 esa altura.

12 P Cuando se refiere a esa altura, ¿a qué
13 altura se refiere?

14 SEÑOR LLARENS: A mayo de 2010.

15 P ¿Y usted sabe que el POES que ha utilizado
16 se publicó en diciembre de 2010, verdad?

17 SEÑOR LLARENS: Yo conozco que el POES lo que
18 hace es recopilar información existente y ponerla en
19 forma correcta, ordenada, en un documento que fue
20 publicado en diciembre de 2010.

21 P Bien, usted confirma que el POES que usted
22 utiliza fue publicado en diciembre 2010 pero no
23 antes. ¿Verdad?

24 SEÑOR LLARENS: Yo confirmo que ese documento
25 tiene recopilada la información que existía hasta

09:28:16 1 esa fecha.

2 P El POES 2011/2021 va hasta el 2021.
3 ¿Verdad?

4 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

5 P Y uno de los ajustes que ustedes hicieron
6 al POES fue la fecha de entrada del ciclo combinado.
7 ¿Correcto? Donde pusieron noviembre 2010.

8 SEÑOR LLARENS: Ajá.

9 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Yo soy
10 uno de los pocos que está escuchando a la
11 interpretación. Yo creo que sería una buena idea
12 hacer una pausa de dos segundos para que el
13 intérprete tenga la oportunidad de respirar.

14 PRESIDENTE JÚDICE: La transcripción se queda
15 un poco confusa, gracias.

16 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Cuando
17 ustedes quieran responder a las preguntas, por favor
18 conteste claramente.

19 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Ustedes modificaron el
20 POES 2011-2021 para poner el ciclo combinado con
21 operación al 1 de noviembre de 2010. ¿Verdad?

22 SEÑOR LLARENS: Sí.

23 P Y ustedes también modificaron la
24 información del CNDC para dejar operando la unidad
25 Karachipampa durante la vigencia de su modelo.

09:29:47 1 ¿Verdad?

2 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

3 P Y ustedes no calcularon la potencia firme,
4 no proyectaron la potencia firme futura. ¿Verdad?

5 SEÑOR LLARENS: Nosotros publicamos en nuestro
6 informe la potencia firme futura.

7 P Si puede por favor mirar en el numeral 3
8 del librito que se le acaba de entregar.

9 SEÑOR LLARENS: Numeral 3.

10 P Y le voy a hacer la pregunta pero espero
11 que reconozca este documento. ¿Lo reconoce?

12 SEÑOR LLARENS: Sí, sí.

13 P Y si usted va por favor a la sección 7,
14 empieza en la página 9 y va hasta la página 10,
15 usted en la tabla 6. ¿Lo ve?

16 SEÑOR LLARENS: Potencia firme, sí.

17 P Usted en la tabla 6 incluye lo que usted
18 acaba de llamar su cálculo de la potencia firme.
19 ¿Correcto?

20 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

21 P Y ese cálculo fue muy complicado,
22 entiendo, porque desde 2012 en adelante siempre es
23 igual. ¿Correcto?

24 SEÑOR LLARENS: Bueno, lo que usted considera
25 complicado es problema suyo.

09:31:08 1 P Bien, y el problema suyo es que de 2012 en
2 adelante es todo igual, ¿verdad?

3 SEÑOR LLARENS: No, ese no es mi problema. Yo
4 creo que es el resultado que nosotros dimos.

5 P ¿De 2012 en adelante siempre es igual,
6 ¿verdad?

7 SEÑOR LLARENS: Es el resultado que dimos,
8 insisto.

9 P ¿Y eso considera la entrada en operación
10 de nuevas unidades más eficientes que las de EGSA,
11 ingeniero?

12 SEÑOR LLARENS: Considera eso y...

13 P Permita que repita la pregunta. El hecho
14 que desde 2012 en adelante siempre tengamos la misma
15 potencia firme para las unidades de EGSA incluidas
16 todas las unidades más ineficientes del sistema como
17 las Aranjuez 1 a 3, ¿eso considera la entrada en
18 operación de nuevas unidades?

19 SEÑOR LLARENS: Considera, como antes dije, el
20 plan de expansión de 2011-2021.

21 P El plan de expansión 2011-2021 incluye
22 Rositas en 2019. ¿Verdad?

23 SEÑOR LLARENS: Es correcto.

24 P Ustedes no lo incluyen en su modelo.
25 ¿Verdad?

09:32:08 1 SEÑOR LLARENS: Como antes le expliqué, existe
2 en el modelo una limitación temporal.

3 Déjeme aclarar, porque me tengo que sumar
4 un poco a la repuesta que antes dieron mis colegas
5 del CNDC. El modelo de simulación SDDP tiene una
6 limitación temporal, son 480 semanas o meses de
7 simulación.

8 Existe una limitación temporal. Son 480
9 semanas o 480 meses de simulación.

10 Las bases de datos del CNDC tal como
11 nosotros las obtuvimos, están dadas en base semanal.

12 PRESIDENTE JÚDICE: Perdón, no he entendido.
13 ¿480 semanas o meses?

14 SEÑOR LLARENS: Sí, el operador.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Porque 480 meses son muchos
16 años. ¿40 años, no?

17 SEÑOR LLARENS: La idea es que las bases de
18 datos -- el SDDP tiene posibilidad de trabajar con
19 etapas de cálculo semanal o etapas de cálculo
20 mensual.

21 Uno tiene que elegir, es un dato que tiene
22 que elegir cómo hacer la simulación si en base
23 semanal o en base mensual.

24 La base de datos del CNDC, como antes dije
25 que usamos nosotros tal como fue entregada, tiene

09:33:33 1 base de cálculo semanal. Es decir, en ese
2 entendimiento es que 480 semanas implica
3 aproximadamente 9 años de simulación.

4 Si uno quiere cambiar a una base de datos
5 mensual para una hacer una simulación de 480 meses,
6 tiene que cambiar fundamentalmente mucha información
7 de la base de datos.

8 Todas las demandas que estaban en el paso
9 semanal hay que pasarlos a paso mensual. Todas las
10 hidrologías que estaban en paso mensual hay que
11 pasarlas a paso mensual. Un conjunto de datos
12 significativos para la simulación hay que cambiarlo
13 y alterar la base de datos de la SDDP que
14 proporciona el CNDC.

15 Nuestro entendimiento es que si el CNDC
16 utiliza base mensual de cálculo, es porque eso tiene
17 una mayor exactitud de los resultados de la
18 simulación.

19 Ustedes deben entender que cuanto más
20 agregado esté el paso de cálculo, cuanto más tiempo
21 signifique, más error se comete. Cuando uno simula
22 con paso de cálculo mensual, considera por ejemplo
23 que todos los días del mes el aporte hidráulico a
24 los embalses es igual, todos los días del mes.
25 Mientras que cuando usa paso de cálculo semanal

09:34:57 1 todos los días de la semana tienen el mismo aporte.
2 El CNDC migró para la programación de la operación a
3 una base de datos semanal en el entendimiento de que
4 es una región representación del sistema.

5 Si yo quería cambiar eso para representar
6 más tiempo, necesitaba cambiar estructuralmente la
7 base de datos del CNDC, cosa que nos pareció
8 técnicamente no correcto. Queríamos trabajar
9 exactamente con la información que proveía CNDC en
10 su base de datos.

11 Por ese motivo elegimos mantener la
12 programación semanal de la operación y llegar así a
13 tener nueve años de simulación detallada a nivel
14 semanal.

15 P Gracias.

16 Y cuando se refiere a base da datos de la
17 CNDC, ¿se está refiriendo a la base de datos
18 incluida en la programación de mediano plazo?

19 SEÑOR LLARENS: Sí, la que publica CNDC en su
20 página.

21 P Gracias. Me gustaría que pase -- que
22 revise el numeral 1.

23 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):

24 Disculpe, por favor.

25 No me opongo a continuar con esto, pero

09:36:01 1 teníamos un acuerdo que fue propuesto inicialmente
2 por los abogados de Bolivia anoche en el sentido de
3 que íbamos a tener un interrogatorio de 15 minutos.
4 Y ya hemos pasado los 20 minutos en el
5 interrogatorio de Bolivia.

6 Dada la cantidad de páginas en esta
7 carpeta, me pregunto cuánto más tiempo tienen
8 intención para continuar. Y nosotros nos preparamos
9 para 15 minutos y mantuvimos ese límite de 15
10 minutos. Gracias.

11 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Señor presidente:
12 obviamente si el testigo limita sus respuestas, pues
13 iremos más rápido.

14 Pero sobre todo y más allá de una cuestión
15 temporal, he oído bien al Tribunal cuando nos ha
16 dicho esta mañana que más allá de hacer preguntas
17 sobre lo que los expertos han podido contestar al
18 Tribunal, que fue la base del acuerdo de ayer, el
19 Tribunal estaría interesado en otras preguntas
20 quizás que puedan explicarle y ayudarle al Tribunal
21 a entender mejor de qué estamos hablando aquí.

22 Yo creo que estamos yendo al grano, no
23 estamos perdiéndonos en temas secundarios. Y creo
24 que es el importante que el Tribunal escuche esto.

25 PRESIDENTE JÚDICE: Bueno, el Tribunal piensa

09:37:07 1 lo siguiente. Es que es verdad que desea las
2 cuestiones de las partes, además porque pensamos que
3 eso es importante para el debido proceso. Pero de
4 un lado hay que pensar que este tiempo será
5 integrado al tiempo de las cuestiones de las partes
6 en el total de tiempo de cada parte. Y como he
7 entendido (Interpretado del inglés) Y según entendí
8 las demandantes van a reducir -- se redujeron a 15
9 minutos. Entonces el Tribunal acepta por supuesto
10 que usted tome más tiempo si es necesario para
11 formular más preguntas que usted no incluyó porque
12 pensaba que los 15 minutos era el plazo máximo.

13 Para nosotros no es un problema, pero como
14 ustedes, saben ambas partes desean concluir la
15 audiencia en el día de hoy para tener tiempo para
16 prepararse para los argumentos de cierre durante
17 mañana por la mañana.

18 Así que les solicito a las partes que sean
19 muy estrictas en sus preguntas porque, si no,
20 tendremos problemas en el futuro.

21 El Tribunal está listo para trabajar
22 mañana por la mañana. Pero los abogados de ambas
23 partes, según entiendo, necesitan tiempo para
24 prepararse.

25 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Señor presidente: creo

09:38:56 1 que me quedan cinco minutos, y eso puede facilitar
2 un poco el debate.

3 Señor Llarens: hace un momento nos decía
4 que las bases de datos que utilizó...

5 (Pausa.)

6 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Entonces como le iba
7 diciendo, hemos dicho hace un momento que la base de
8 datos que utilizaron es el PMP. Y estábamos en la
9 página 10 de su, no sé si llamarlo informe o reporte
10 o qué es, y si se fija en la página 9, seguimos a la
11 sección 7, es el último párrafo de la página 9,
12 usted afirma que para determinar los ingresos de las
13 unidades generadoras de EGSA se empleó el valor de
14 potencia firme informado en la programación de
15 mediano plazo. ¿Es eso correcto?

16 SEÑOR LLARENS: Sí.

17 P Y creo que le acaban de entregar una
18 hojita, unas páginas...

19 PRESIDENTE JÚDICE: ...

20 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Ahí iba, señor
21 presidente, esto es parte de la programación de
22 mediano plazo vigente a la fecha de nacionalización,
23 anexo 37 a la declaración del ingeniero Paz. Es un
24 documento largo y por eso hemos impreso una parte.
25 Encontrarán lo que es el informe en el numeral 1 del

09:42:59 1 librito. Si miran el numeral 1 del librito ese es
2 el informe, tiene varios anexos y hemos incluido
3 estos anexos por separado.

4 Ingeniero: si va al anexo 88H, ahí
5 encontrará la potencia firme que consta en el
6 informe de programación de mediano plazo. ¿Lo ve?

7 SEÑOR LLARENS: Es 8H.

8 P Sí. Y este anexo 8H tiene dos páginas,
9 puesto que va desde el 1 de mayo de 2010 hasta 31 de
10 octubre de 2014.

11 SEÑOR LLARENS: Sí.

12 P Y ve esos períodos de tiempo.

13 Pero me gustaría que nos quedemos en la
14 primera página y que por favor tenga a mano usted
15 también su informe tabla 6 y que por favor miremos
16 por ejemplo la unidad Guaracachi 2.

17 Entonces, si miramos en el informe del
18 CNDC Guaracachi 2, la segunda columna que
19 corresponde a la potencia firme hasta el 14 de mayo
20 2010 hay cero. La cuarta columna que va hasta julio
21 de 2010 hay cero. La sexta columna que va hasta el
22 31 de octubre de 2010 hay cero. Y la siguiente
23 columna que va hasta el 30 de agosto de 2011 hay
24 cero. ¿Lo ve?

25 SEÑOR LLARENS: Okay.

09:44:27 1 P Y en su tabla para el año 2010 tenemos
2 4.6. ¿Lo ve?

3 SEÑOR LLARENS: Sí.

4 P Entonces ustedes no utilizaron esta
5 información del CNDC para hacer su proyección.
6 ¿Verdad?

7 SEÑOR LLARENS: Yo tengo que verificar con mis
8 propios archivos la información que está volcada que
9 acá.

10 P Está de acuerdo que cero y 4,6 no es lo
11 mismo. ¿Verdad?

12 SEÑOR LLARENS: Totalmente de acuerdo. Usted
13 también sabe eso.

14 P ¿Entonces puede usted confirmar que la
15 información que consta en esta programación de
16 mediano plazo no se ve reflejada en su corrida de
17 potencia?

18 SEÑOR LLARENS: No es la misma información. Lo
19 que no estoy seguro es si es la misma fuente de
20 información.

21 P Muchas gracias, ingeniero.

22 Y ahora tenía una pregunta simplemente
23 para no se vaya de vacío porque total ha venido --
24 tendrá la impresión de no haber venido para nada.

25 Usted entiendo lo que hizo fueron

09:45:20 1 sensibilidades, ¿verdad? Si consideró este supuesto
2 distinto al que consideró MEC, ¿cuál sería el
3 resultado? ¿Es eso un resumen adecuado de lo que
4 usted hizo?

5 SEÑOR PARODI: Sí, correcto.

6 P Y concretamente usted hizo una
7 sensibilidad del proyecto Rositas si no me equivoco.
8 ¿Verdad?

9 SEÑOR PARODI: Sí, correcto.

10 P Y si pueden compartir ese librito que les
11 dejamos, usted en el numeral 17, no el librito
12 gordo, en ese no va a encontrar, en el numeral 17
13 eso es una sensibilidad que usted hizo. ¿Verdad?

14 SEÑOR PARODI: Sí.

15 P Y la central Rositas no sé si usted sabe
16 que está interconectada con la ciudad de Sucre en el
17 mismo anillo que las unidades Aranjuez 1 a 3.
18 ¿Correcto?

19 SEÑOR PARODI: Sí.

20 P Y si usted se fija en la primera página de
21 este numeral 20, Nivel es el segundo cuadro que
22 empieza abajo. Dice: "Nivel de despacho plantas
23 EGSA". Y yo entiendo que aquí usted está indicando
24 cuántos, qué porcentaje del año van a estar operando
25 ciertas unidades de acuerdo con las proyecciones que

09:46:56 1 hizo MEC. ¿Verdad?

2 SEÑOR PARODI: Sí, correcto.

3 P Y si se fija por favor en las unidades

4 Aranjuez 1, 2 y 3, y por ejemplo, bueno mira, si

5 quiere a partir del año 2013 o más adelante.

6 Correcto, primera página hay un cuadrado que empieza

7 abajo, y eso es el nivel de despacho, es decir

8 cuánta energía van a estar vendiendo estas unidades.

9 Y si se fija en Aranjuez 1, 2 y 3, por

10 ejemplo a partir del año 2015 tenemos el mismo nivel

11 de utilización de estas plantas. ¿Lo ve?

12 SEÑOR PARODI: Sí, correcto.

13 P Ahora bien, en esta simulación Rositas

14 entra en 2018. ¿Correcto?

15 SEÑOR PARODI: Es correcto. 2018.

16 P Y con Rositas entrando con generación

17 hidroeléctrica de 400 megawatts en 2018 y estando

18 conectado en el mismo sistema que Aranjuez, ¿cómo

19 explica usted que las unidades Aranjuez sigan

20 produciendo exactamente lo mismo que producían en

21 los años anteriores, ingeniero?

22 SEÑOR PARODI: Esto es lo que da el programa

23 directamente.

24 P Eso es lo que da el programa de MEC.

25 ¿Verdad?

09:48:22 1 SEÑOR PARODI: Sí.

2 P Muchas gracias, ingeniero.

3 No tengo más preguntas.

4 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

5 Doctor Rubins: ¿tiene quiere formular usted alguna

6 pregunta adicional? Le quedan algunos minutos.

7 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Una

8 pregunta solamente tengo, señor presidente, al señor

9 Llarens.

10 Si pudiese explicarle al Tribunal por

11 favor cuáles son sus antecedentes y cuál es su

12 experiencia respecto del mercado de electricidad y

13 el trabajo que usted ha realizado.

14 SEÑOR LLARENS: Bueno, yo soy ingeniero con

15 especialidad en sistema de potencia eléctrico.

16 Trabajo haciendo este tipo de evaluaciones desde

17 hace más de treinta años. He trabajado en la

18 Universidad Nacional de La Plata, donde soy

19 graduado.

20 Luego en el administrador de mercado

21 mayorista de Argentina, CAMMESA. Y luego como

22 consultor privado. Llevo en esto más de veinte

23 años.

24 He trabajado para gobiernos, entes

25 reguladores, empresas privadas, bancos de inversión,

09:49:27 1 agentes de mercado en todo el mundo.

2 En particular en Bolivia he participado en
3 la redacción del marco regulatorio, he realizado
4 auditorías al CNDC sobre su funcionamiento. He
5 realizado el primer plan de expansión de Bolivia, de
6 generación y transmisión para el viceministerio.

7 He capacitado a personal profesional del
8 CNDC en el uso de los modelos de simulación del
9 SDDP, del modelo de corto plazo y otros modelos. Lo
10 he capacitado también en cómo se proyecta la demanda
11 de un mercado eléctrico.

12 He realizado evaluaciones para agentes
13 privados del sector eléctrico de Bolivia
14 continuamente hasta el presente.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Gracias por vuestra
16 presencia. No necesitamos más que se queden aquí
17 para ser oídos, donde su función está terminada. Y
18 muchas gracias por vuestra cooperación.

19 SEÑOR PARODI: De nada.

20 SEÑOR JALDIN FLORERO: Gracias a ustedes.

21 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
22 Vamos a comenzar ahora con uno de los peritos. (En
23 español) Y yo me voy por dos minutos para mi maleta,
24 que la he olvidado en el hotel. No, ya ha llegado,
25 sí.

09:51:05 1 SEÑOR SILVA ROMERO: De pronto unos cinco
2 minutos para reorganizar, por lo que va a haber
3 presentación Power Point probablemente.

4 (Pausa para el café.)

5 INTERROGATORIO AL PERITO MANUEL ABDALA

6 PRESIDENTE JÚDICE: Bueno. Buenos días, doctor
7 Abdala, mucho gusto en conocerlo y tenerlo aquí con
8 nosotros. Creo que tiene experiencia de este tipo
9 de situaciones como expert witness.

10 Le pido que diga su nombre, y después hay
11 una declaración, creo, para ser leída.

12 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Buenos
13 días, señor presidente. Buenos días, miembros del
14 Tribunal.

15 Mi nombre es Manuel Abdala. Tengo aquí
16 una declaración en español que voy a leer.

17 (En español) declaro solemnemente sobre mi
18 honor y conciencia que diré la verdad, toda la
19 verdad y nada más que la verdad. Y mi declaración
20 será conforme a mi leal saber y entender.

21 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
22 Yo empecé a hablar en español, discúlpeme, pero
23 usted entiende español y puede decir la declaración
24 en español.

25 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Claro

10:08:38 1 que sí. Yo entiendo ambos idiomas.

2 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

3 Ahora esperamos una presentación al comienzo y luego
4 escucharé a las preguntas de la demandada y
5 posteriormente de la demandante.

6 Muchas gracias.

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

8 Excelente. Muchas gracias, señor presidente.

9 Preparé algún material aquí para
10 mostrarles. Escogí los temas que en mi opinión son
11 más importantes para tratar de comprender las
12 diferentes opiniones en torno a lo expresado por el
13 señor Flores y mi propia opinión sobre daños y
14 perjuicios. No voy a poder cubrir todos los temas,
15 pero por favor háganme toda pregunta que puedan
16 tener en el curso de la presentación.

17 En la diapositiva número 2 presento los
18 temas que deseo cubrir, básicamente tiene que ver
19 con la reclamación por nacionalización. Me voy a
20 concentrar en dos referencias claves: la tasa de
21 descuento, que es la más importante, y también una
22 proyección de precios y el pronóstico de despacho.

23 Voy a hablar también sobre cómo he
24 realizado los puntos de referencia para los
25 resultados de la valuación y voy a resumir daños y

10:10:14 1 perjuicios.

2 En la diapositiva número 3, y por favor
3 interrúpanme si tienen preguntas en cualquier
4 momento.

5 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

6 Claro que sí.

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): En la
8 diapositiva número 3 represento las diferentes
9 opiniones entre mi valuación en 247,8 millones, que
10 es la valuación de la empresa, y la del señor Flores
11 en 91,3 millones. Y me parece que esta es la mejor
12 manera para comparar las diferentes opiniones. Aquí
13 nos concentramos en lo que es el valor de la empresa
14 a la fecha de la nacionalización, 1° de mayo de
15 2010.

16 En este gráfico tienen la tasa de
17 descuento. Si modifican la tasa de descuento en el
18 modelo de 10,66 por ciento a 19 por ciento del
19 doctor Flores, ustedes llegan a un efecto de primera
20 orden de 127,1 millones.

21 Como pueden ver ustedes, es el primer
22 ámbito en el cual tenemos diferencias.

23 Los otros cuatro puntos de diferencia, y
24 estamos de acuerdo todo con el señor Flores de que
25 se trata de los temas más importantes de si las

10:11:52 1 proyecciones de precio por potencia tienen 8
2 millones en precio por potencia, y el capital de
3 explotación y los gastos de explotación,
4 administrativos, perdón, que representan este
5 porcentaje.

6 Si ustedes comienzan con el precio de las
7 proyecciones de despacho, estos 20 millones a lo
8 mejor se pueden convertir en 40 millones y la tasa
9 de descuento si la incorporan al final, 127, se
10 puede convertir en 90 millones.

11 Dado que hay interacciones, el orden
12 tendrá cierta repercusión, pero aquí les muestro la
13 repercusión de cada uno de los temas y las
14 diferencias de opinión.

15 Permítanme concentrarme en la tasa de
16 descuento, la diapositiva 4, y pasemos directamente
17 a la diapositiva 5.

18 La tasa de descuento aquí a la izquierda
19 les muestra la magnitud relativa de los diferentes
20 componentes en los cuales tenemos una opinión
21 divergente con el señor Flores. Principalmente las
22 diferencias giran en torno a la prima por tamaño y
23 la prima por riesgo país. Como ustedes saben, yo no
24 utilizo la prima por tamaño, pero el señor Flores
25 utiliza el 6,8 por ciento, como ya lo han visto

10:13:35 1 también. Y la diferencia se encuentra en el riesgo
2 país que es un 1,5 multiplicado, y el doctor Flores
3 aplicó el 7 por ciento a mi prima por riesgo país.
4 Y ustedes sabrán que hay otras diferencias entre los
5 componentes que van, por ejemplo, desde la tasa
6 libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado, las
7 tasas apalancadas óptimas.

8 Pero para los fines de esta
9 representación, dado no tengo demasiado tiempo no
10 voy a dedicarle demasiado tiempo a esto, sino que me
11 voy a concentrar en la prima por riesgo país y por
12 tamaño.

13 En la diapositiva número 6 muestro las
14 cuestiones que tienen que ver con la prima por
15 tamaño. Necesitamos utilizar una prima por tamaño
16 cuando estamos tasando una empresa relativamente
17 pequeña en comparación con los Estados Unidos, pero
18 estamos tasando una empresa fuera de los Estados
19 Unidos. Y aquí tenemos lo siguiente.

20 Sabemos que en la bibliografía los
21 investigadores han evaluado el hecho de que para las
22 empresas que cotizan en Bolsa en los Estados Unidos,
23 si son de tamaño relativamente pequeño han visto
24 para rendimientos históricos que las empresas
25 pequeñas tienen un rendimiento más alto que las

10:15:01 1 empresas más grandes o de tamaño mediano. Y esto es
2 lo que se conoce como un riesgo más alto vinculado
3 con el tamaño más pequeño, debido a aspectos
4 fundamentales claves que tienen que ver con estas
5 empresas pequeñas a diferencia de las grandes.

6 A pesar de que esta bibliografía a partir
7 de la década de los años 70 hace referencia a esto,
8 también otros autores se refieren a la prueba
9 empírica, que va más allá del tamaño.

10 Me gustaría mostrar esto al Tribunal
11 porque hay dos autores muy importantes, Fama y
12 French del sector societario que respaldan esta idea
13 de que hay una prima por tamaño y publicaron en 2012
14 un estudio muy integral en el cual se usan datos de
15 1999 a 2011 en 23 países desarrollados. En América
16 del Norte, Europa, Asia y el Pacífico y el Japón. Y
17 concluyeron que no había una prima por tamaño en
18 ninguna de estas regiones durante este período de la
19 muestra, que claramente fue algo que los
20 profesionales y la comunidad académica observó dado
21 que se trata de un resultado muy importante.

22 Además habrán visto en este expediente que
23 el profesor Damodaran se cita una y otra vez, y es
24 citado por el doctor Flores y por mí.

25 Y él condensa uso de una prima por tamaño

10:16:49 1 sin analizar los aspectos fundamentales de la
2 empresa. Y aquí tienen una buena cita del profesor
3 Damodaran que dice que sumar una prima de este tipo
4 me parece que es una manera de realizar un ajuste de
5 los rendimientos previstos. Pero más que eso se
6 renuncia a la misión en la valuación intrínseca, que
7 es decir aprovecha los números de los aspectos
8 fundamentales. Y esta es una crítica para el señor
9 Flores, porque él no indica si ha analizado esto
10 desde el punto de vista de la empresa y si se
11 necesita esta prima por tamaño.

12 En mi segundo informe, y este es un
13 resumen con el cual ustedes cuentan en la
14 diapositiva 7, me pregunté: ¿para esta empresa
15 tenemos algunos aspectos fundamentales que
16 justifiquen el uso de una prima por tamaño?
17 ¿Podemos ver a Guaracachi como una empresa de riesgo
18 más alto como se la muestra en la investigación
19 empírica para las pequeñas empresas en los Estados
20 Unidos?

21 Mi conclusión es que no, no es así. ¿Por
22 qué? Veamos aquí una lista de los aspectos más
23 relevantes de los autores que abordan cuáles son los
24 rendimientos más altos en las (pequeñas) más
25 pequeñas.

10:18:18 1 En primer lugar hay que determinar si se
2 trata de una empresa muy sensible, si opera en un
3 mercado que es susceptible a los cambios o que es
4 muy incierto en lo que hace al rendimiento a
5 esperar.

6 Por otra parte, Guaracachi nos muestra que
7 dependen gran parte de los precios regulados los
8 ingresos por potencia, así como los ingresos por
9 precios y precio spot que provienen de un mercado
10 regulado.

11 Entonces no tenemos ese tipo de
12 incertidumbre en los ingresos que puedan justificar
13 esta acción.

14 Si ustedes se fijan entonces en América
15 Latina, los reguladores sostienen que una prima por
16 tamaño es objetable dado que entienden que en los
17 sectores regulados este es un concepto que no
18 requiere ninguna suma al costo del capital.

19 En segundo lugar, cuando ustedes dejan la
20 empresa, una empresa pequeña puede estar en
21 problemas en lo que hace a la rentabilidad o la
22 historia de los dividendos, pero no es el caso de
23 Guaracachi. De igual manera, las pequeñas empresas
24 en los Estados Unidos se relacionan con el hecho que
25 nadie está supervisando ni fiscalizando ni

10:19:38 1 suministrando información generada a nivel externo.
2 En Guaracachi no sólo tenemos el accionista clave
3 que cotiza en Bolsa en el Reino Unido sino que
4 también tenemos organismos, agencias calificadoras
5 del riesgo desde el 2007 dado que la empresa había
6 expedido bonos societarios. Y así tenemos el
7 monitoreo, la fiscalización de agentes externos.

8 La falta de gestión o de conocimiento de
9 la gestión no era uno de los problemas sino que la
10 gestión estaba a cargo de expertos profesionales.

11 Y en último lugar el tema del
12 financiamiento, es decir si la empresa o las
13 empresas pequeñas tienen problemas para financiar o
14 si tal vez se están autofinanciando a una tasa de
15 interés muy alta. Y no veo que exista este problema
16 aquí.

17 Porque incluso hasta el año 2009
18 Guaracachi logró recaudar 24 millones para financiar
19 ciclos combinados. Y el interés que pagaron sobre
20 la deuda restante fue una tasa de interés muy
21 razonable para Bolivia y también para las
22 condiciones del mercado prevalecientes toda vez que
23 tomaron estos empréstitos.

24 No respaldo el uso de una prima por tamaño
25 en este caso y yo creo que no se justifica,

10:21:14 1 especialmente teniendo en cuenta todos los aspectos
2 fundamentales de la empresa.

3 El segundo tema más importante, si pasamos
4 a la siguiente diapositiva, es el tema de la prima
5 por riesgo país. Aquí el Tribunal tiene medidas
6 diferentes que pueden utilizar o referencias. Y yo
7 presento aquí lo que en mi opinión se trata de la
8 referencia más importante más allá de la opinión del
9 doctor Flores y la propia, que básicamente parecen
10 agregar solamente 1,5 por ciento al 7 por ciento
11 mío.

12 Este 7 por ciento es una medida indirecta
13 del margen soberano de Bolivia porque en el año 2010
14 no teníamos ninguna emisión de bono soberano ni bono
15 de los Estados Unidos contra el cual comparar este
16 margen.

17 Entonces para ello tuve que utilizar la
18 calificación crediticia de tres organismos, Fitch,
19 Standard and Poor's y Moody's, es decir la
20 clasificación que se le concedió a Bolivia y que me
21 parece que es B y luego compararlo con el margen de
22 los bonos soberanos de otros países para el período
23 de doce meses antes de mayo 2010 para llegar a una
24 cifra de 7 por ciento.

25 Y yo me doy cuenta que esta cifra tal vez

10:22:48 1 sea demasiado alta, porque si tomamos un promedio de
2 doce meses, tomo datos de antes de 2009, cuando
3 vemos bonos emergentes en general. Entonces si
4 ustedes estuviesen solamente el promedio mensual de
5 mayo de 2010, esto estaría más en concordancia con
6 lo que dice el profesor Damodaran que es del 5,5 por
7 ciento.

8 La otra única prueba directa que tenemos
9 en el caso de Bolivia surge dos años después y no lo
10 uso porque es de 2012. Pero me parece que ustedes
11 ya han visto mi comentarios en mi informe que el 3,1
12 por ciento en el informe representa tal vez el único
13 cálculo directo del margen para Bolivia. Y es
14 bastante difícil pensar qué es lo que ocurrió, es
15 decir entre 2010 y 2012 que podría ser tan diferente
16 de un período al otro.

17 Pero voy a seguir con mi 7 por ciento, es
18 un nivel alto, pero es un punto de referencia
19 razonable para qué es lo que se debe utilizar con
20 Bolivia.

21 Permítanme comentar sobre el 1,5 por
22 ciento equis. Escuché en la apertura que el abogado
23 de la demandada presentó dos ejemplos que se citan
24 en el segundo informe del doctor Flores. Y esto
25 tiene que ver con la aplicación del profesor

10:24:21 1 Damodaran a empresas indianas de 1,5 por ciento o un
2 multiplicador para el período de cinco años. Y
3 luego diez años.

4 Me parece que el abogado realizó ciertas
5 interpretaciones en lo que hace a si esto es lo que
6 quiso decir Damodaran con el corto plazo a
7 diferencia del largo plazo. El profesor Damodaran,
8 como ustedes saben, recomienda el uso de este
9 multiplicador solamente para la valuación a corto
10 plazo.

11 Al examinar estos dos ejemplos de la
12 India, la verdad es que Damodaran no los utiliza
13 para definir el corto plazo a diferencia del largo
14 plazo. Pero si ustedes pasan a las hojas de cálculo
15 que él ha publicado en su sitio web sobre estos dos
16 ejemplos y otros, la razón por la cual él utiliza
17 esto o sugiere que se puede estar utilizando esto
18 tiene que ver con las tasas diferenciales de
19 crecimiento al comienzo mismo, donde ve que la
20 empresa tal vez esté más estabilizada o deja una
21 tasa muy alta a diferencia de lo que él denomina el
22 estado estable o condiciones más estables en años
23 posteriores.

24 Yo creo que esta fue una mala
25 interpretación, es decir si esto cubre unos pocos

10:25:37 1 meses o cinco años.

2 El tema aquí en cuestión es el 1,5 equis o
3 este multiplicador y si es que se utilizó o no en la
4 práctica.

5 En la próxima diapositiva ven ustedes,
6 diapositiva número 9, que el multiplicador no parece
7 utilizarse en la región para ninguna generadora de
8 energía y ninguna otra información que podamos tener
9 en el expediente hasta ahora.

10 Lo que ustedes ven en la diapositiva
11 número 9 básicamente es la diferencia en los
12 informes bancarios de la cual pueden extraer el WACC
13 que se están calculando en una valuación realizada
14 por el banco de inversiones Santander en torno a 15
15 generadoras de energía diferentes que trabajaban
16 para ENDESA, Enersis...

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
18 Discúlpeme. AES Gener, discúlpeme, se habla sobre
19 Santander y usted está haciendo referencia a
20 diferentes bancos de inversiones.

21 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí.
22 Estos esos informes de diferentes bancos de
23 inversión. Todos estos informes vienen de
24 Santander, pero en relación con grupos y momentos
25 diferentes que a su vez tienen empresas diferentes,

10:27:01 1 15 generadores en total, y están ubicados en
2 diferentes países.

3 Entonces lo que podemos ver es que para
4 cada país los informes del banco de inversión
5 incluyen una medición del WACC que a su vez
6 comprende un desglose por riesgo país.

7 Entonces en la primera columna pueden ver
8 la tasa de riesgo país que utilizaron para
9 diferentes países. Y en la segunda columna o en la
10 última allí les muestro el margen EMBI soberano, que
11 tiene que ver con ese mes específico de valuación.

12 Ustedes verán que se trata de algo muy
13 similar y no se aplica ningún multiplicador que sea
14 explícito, no hay nada explícito y tal vez haya
15 alguna brecha, a lo mejor los datos que utilizaron
16 tengan un promedio a 1 o 2 meses. Esto es lo que
17 tal vez no coincida exactamente, pero le puedo decir
18 en la práctica que este multiplicador no es
19 utilizado o aplicado por los reguladores en ninguna
20 parte en América Latina y no es una práctica que
21 ustedes puedan realizar cuando evalúan un activo a
22 largo plazo.

23 Aquí tenemos un activo que llega hasta el
24 2028, y en las valuaciones a largo tiempo ustedes no
25 tienen que multiplicar este margen de los bonos

10:28:32 1 soberanos en lo que hace a la división entre capital
2 propio y mercados de deuda.

3 En la diapositiva número 10 el Tribunal
4 puede ver lo mismo en lo que hace a estos sectores.
5 Tenemos las 15 empresas con un punto mediano de
6 19,85 por ciento.

7 Como ustedes pueden ver en este ejemplo,
8 todos los valores comparables ubicados en Colombia,
9 Perú, Chile y Brasil tienen un WACC inferior al que
10 yo recomiendo para este caso de 10,63 por ciento.
11 Los que tienen un nivel más alto tienen que ver con
12 empresas argentinas con WACC que oscila entre el 13
13 y el 15 por ciento.

14 La misma comparación se puede establecer
15 para el costo de la deuda, y esto se muestra aquí en
16 la diapositiva 11. Esto es algo interesante, el
17 doctor Flores y yo compartimos la misma opinión. Si
18 bien él piensa que el costo de la deuda podría ser
19 levemente superior acepta y utiliza en su valuación
20 el 7,88 por ciento como el costo de la deuda, lo
21 cual se acerca mucho a la mediana de esta muestra,
22 con la excepción de las empresas argentinas que
23 parecen estar endeudándose con una tasa muy alta. Y
24 como lo mencioné anteriormente en mi informe, debido
25 a que estas empresas argentinas están sujetas a una

10:30:13 1 situación específica de problemas por las
2 regulaciones del Gobierno que no les conceden
3 márgenes algunos, en algunos casos están en
4 situaciones que se acercan demasiado a la
5 insolvencia.

6 Ven ustedes aquí que lo que sorprende
7 realmente es que en el costo de la deuda tenemos la
8 misma opinión que el doctor Flores y llegamos muy
9 cercanos a la media de esta muestra.

10 ¿Qué pasa con el costo de capital, que es
11 la discrepancia más importante de opinión que
12 tenemos con Flores? Esto queda representado en la
13 12. Cuando vemos el costo de capital vemos que aquí
14 es donde está la diferencia más notable. El doctor
15 Flores tiene 27,6 y la mía 14,45 por ciento y la
16 media de 11,6.

17 P Una cosa importante que tenemos que
18 notar aquí es lo siguiente: si piensan ustedes que
19 el riesgo de inversión en Bolivia para un accionista
20 es tan alto, 26-27 por ciento, ustedes esperarían
21 que los prestamistas tuviesen la misma percepción
22 dado el tamaño o dada la prima por riesgo país.
23 Entonces el costo de capital que los accionistas
24 están solicitando tiene que tener algún tipo de
25 relación con lo que los prestamistas están

10:31:43 1 solicitando. Aquí tenemos prestamistas de
2 diferentes tipos.

3 Tenemos el lado comercial de la CAF,
4 tenemos empréstitos directos por parte de los bancos
5 y también tenemos sociedades que finalmente fueron
6 las que emitieron los títulos que compraron los
7 fondos de inversión en Bolivia.

8 Entonces los prestamistas no ven ningún
9 tipo de prima por tamaño y muy poco por riesgo país
10 comparado con lo que el doctor Flores establece como
11 costo de capital.

12 La 13 muestra también una muestra de los
13 diferentes elementos de comparación y se calcula la
14 relación entre el costo de capital y costo de deuda.
15 Lo que vemos aquí es esta relación entre el costo de
16 la deuda y el costo de capital. Y como ustedes ven
17 la mediana es muy estable, incluso para la
18 Argentina.

19 En Argentina ustedes ven claramente lo que
20 sucede. El costo del capital y de la deuda son
21 costos muy altos. Entonces la relación entre el
22 costo de la deuda y el costo de capital es bastante
23 estable en todas las empresas.

24 Aquí es donde Flores plantea esta relación
25 3 veces y media más alto para los bonistas y los

10:33:14 1 tenedores de deudas, que para mí es algo que no es
2 sostenible y no puede aplicarse a este caso.

3 En cuanto a la tasa de descuento, vi que
4 el Tribunal preguntó en qué medida tenemos nosotros
5 otras referencias de parte de Bolivia en el sector
6 de electricidad respecto de cuál es el tipo de la
7 tasa de descuento que puede llegar a estar
8 utilizando Bolivia.

9 Encontré yo dos referencias que quería
10 mostrarles. Está en la 14 la información. La
11 primera cosa que quería indicarles se muestra un
12 porcentaje de 10,10 que es lo que Bolivia utilizó
13 para las compañías de distribución de energía
14 eléctrica para el período 2007-2011, que es el
15 período pertinente más cercano a mi fecha de
16 valuación al 10,10 por ciento.

17 Y la otra referencia que encontré es otra
18 que también indicó el Tribunal, y se encuentra en la
19 ley. Si ustedes recuerdan el artículo 48 de la ley,
20 prevé una tasa de descuento de un 10 por ciento en
21 términos reales. Según entiendo yo, esto ha quedado
22 modificado por una resolución del Ministerio en el
23 año 2000, y se ha fijado en 12 por ciento en
24 términos reales. Y a mi leal saber y entender esto
25 no ha sido modificado hasta ahora.

10:34:47 1 Y esto se ha fijado en el año 2000. Mi
2 representación gráfica de la situación para
3 asegurarnos de que estamos comparando todos los
4 elementos similares, bueno, este 12 por ciento está
5 en términos reales, hay que agregar algo de
6 inflación, no sé cómo Bolivia lo va a utilizar, pero
7 en un 12 por ciento tendríamos aproximadamente una
8 tasa nominal entre el 14,5 o algo parecido.

9 Entonces comparé también estos elementos
10 con otros elementos comparables de empresas
11 latinoamericanas y la mediana sería aproximadamente
12 de un 9,19 por ciento.

13 En mi segundo informe el doctor Flores
14 presentó el concepto de la TIR. En su primer
15 informe él parecía estar de acuerdo de que el WACC
16 es el único criterio que debe utilizarse para
17 determinar el valor justo de mercado para establecer
18 el tipo de capital que se utiliza para esta empresa.

19 En el segundo informe dice, bueno, él les
20 mostró algunos documentos respecto de lo que plantea
21 Rurelec como TIR de referencia para inversiones en
22 Sudáfrica y también referencias respecto de lo que
23 la TIR podría ser respecto de las opiniones que
24 podría tener alguna persona en Bolivia.

25 Quiero aclarar algunos de estos conceptos.

10:36:34 1 No voy a pasar mucho tiempo en este tema porque es
2 un tanto complicado, pero está en la diapositiva 15.
3 Y aquí se muestran las diferencias entre la TIR y la
4 tasa de descuento cuando ustedes miran las finanzas
5 societarias.

6 Ustedes ven aquí una línea azul que
7 representa básicamente la concesión entre el valor
8 neto presente y la tasa de descuento. Entonces
9 cuanto más alta es la tasa de descuento, que está
10 aquí en el equis, más bajo es el valor neto
11 presente.

12 ¿Qué es la TIR? La TIR es la tasa de
13 descuento que hace que el valor neto presente sea
14 igual a cero. Creo que no hay desacuerdo entre
15 Flores y yo respecto de este concepto.

16 Entonces, ¿qué es la TIR, para qué se
17 utiliza? Bueno, la TIR se utiliza como un elemento
18 de referencia para comparar cuando hay una inversión
19 en un proyecto en particular si yo quiero invertir o
20 no en esa inversión. Si mi tasa de descuento está
21 más abajo de la TIR, voy a invertir y el proyecto va
22 a ser rentable. Si es un valor superior, no voy a
23 invertir porque puede ser algo no rentable. Y si es
24 igual, soy indiferente al respecto porque correría
25 el riesgo con una tasa de descuento igual. Entonces

10:38:11 1 en ese caso sería indiferente.

2 Este es un concepto que es muy bien
3 entendido, siempre se utiliza la tasa de descuento
4 que se aplica a la industria en particular porque la
5 tasa de descuento que representa el costo de capital
6 para la industria es la tasa de descuento que en una
7 situación de competición se vendería el activo por
8 un determinado valor de transacción.

9 Y en la 17, y yo simplemente -- perdón, en
10 la 16 simplemente yo cité la definición de Damodaran
11 respecto de lo que es una TIR frente a una tasa de
12 descuento. Y también para qué debe utilizarse una
13 TIR. Y siempre se compara con la tasa de descuento
14 la TIR. Es una herramienta para la toma de
15 decisiones.

16 Vamos a hablar ahora del tema de las
17 proyecciones de precio y despacho. Aunque las
18 diferencias entre el valor de la empresa son mucho
19 mayores o perdón son mucho menores que la expedición
20 de la tasa de descuento, es importante ver dos
21 aspectos: La proyección de precios y la proyección
22 del despacho.

23 Comenzamos en la 18 con el tema de los
24 precios y sus proyecciones.

25 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

10:39:45 1 Perdón, llegamos a los 30 minutos. Así que doctor
2 Abdala para que usted lo sepa simplemente hemos
3 agregado ya 4 minutos.

4 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): En la
5 18 vemos los precios de venta de la empresa y
6 también los precios spot de Bolivia y también
7 tenemos las proyecciones en azul y en naranja.

8 ¿Por qué existen estas discrepancias? La
9 razón principal es que en las proyecciones
10 utilizadas por Econ One y después por el señor Paz,
11 tenemos una situación sumamente optimista en donde
12 si la demanda crece poco, la demanda que utiliza Paz
13 según su primer informe, viene del PMP de 2010-2014,
14 que solamente tiene en cuenta información que brinda
15 el mercado sobre la base de distribuidores
16 existentes. No tiene en cuenta, por ejemplo, los
17 proyectos mineros o los proyectos de cemento que
18 Bolivia tendría como proyectos nuevos. Estos
19 solamente pueden sacarse del POES.

20 El otro tema es que hay algunas
21 diferencias en la oferta. El punto básico aquí es
22 que cuando las proyecciones de Paz aumentan las
23 reservas efectivas que Bolivia tiene al 2010 y que
24 eran aproximadamente del 5 por ciento en un mercado
25 muy cerrado, la demanda llega a un 30 por ciento.

10:41:34 1 Yo hago una proyección de márgenes de
2 reservas en más o menos un 8 por ciento. ¿Por qué?
3 No creo que ningún comprador dispuesto en Bolivia en
4 2010 hubiese visto ningún tipo de mejora
5 significativa con el tiempo en estos márgenes,
6 precisamente porque Bolivia solamente tenía que
7 basarse en las inversiones del sector privado.

8 La 19 muestra la diferencia entre MEC y
9 Paz respecto de la capacidad total disponible. Y la
10 20 muestra las implicancias respecto de la energía
11 despachada por Guaracachi.

12 Critico a Flores por no haber sido
13 consciente de los datos subyacentes presentados por
14 Paz.

15 En la historia de Paz tenemos que
16 Guaracachi, que representa el 40 por ciento de la
17 energía total en Bolivia, con la situación de
18 emergencia que tenía Bolivia, finalmente bajará su
19 producción en un 50 por ciento para el año 2019 y
20 perderá participación de mercado del 40 por ciento
21 al 20 por ciento y se quedará allí durante el resto
22 del período hasta el año 2038.

23 Esto no es congruente con lo que ustedes
24 tendrían que analizar en una situación.

25 Si nueva potencia se agrega, que lo

10:43:15 1 desplace a uno temporariamente, Guaracachi nunca
2 hubiese perdido una participación de mercado tan
3 importante porque hubiese reaccionado.

4 Pero me parece que las proyecciones son
5 sumamente optimistas. Y si ustedes tienen más dudas
6 respecto del despacho, puedo respondérselas después.

7 Quería finalizar entonces con una
8 herramienta muy importante que les puede servir,
9 tiene que ver con los puntos de referencia y también
10 el método DCF y también el método de los múltiplos
11 del mercado.

12 Tengo información que consta en actas, hay
13 30 empresas de países emergentes que muestran
14 múltiplos del 9,74 por ciento. Respondo brevemente
15 a las últimas observaciones de Flores que están
16 resumidas en la 23 respecto de por qué a él no le
17 gustan los comparables. Esta es una técnica
18 estándar que se utiliza...

19 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
20 Perdón, doctor, Abdala, pero hemos excedido el
21 tiempo en un minuto. Si el Tribunal lo acepta,
22 vamos a seguir adelante, pero solicitamos que se nos
23 asigne el mismo tiempo ulteriormente.

24 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
25 Preferimos que cierre usted su declaración en

10:44:46 1 tiempo. Esperamos entonces que no lo haga dentro de
2 mucho tiempo.

3 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Me
4 parece justo, señor presidente, dado que las
5 preguntas que se le hicieron a CNDC y a MEC se
6 realizaron sin limitación de tiempo alguno por más
7 de 5 minutos incluso, que ese tiempo pueda ser
8 utilizado por el señor Abdala.

9 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
10 Sí, lo que dije está basado en la equidad. Muy
11 bien. El Tribunal preferiría más información
12 siempre de los testigos, para estar mejor preparado
13 para responder a sus solicitudes. Queremos entonces
14 tener un enfoque muy formal limitando los tiempos.

15 Entonces le solicitamos que siga adelante
16 teniendo en cuenta que usted no tiene todo el tiempo
17 del mundo.

18 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
19 Gracias, señor presidente.

20 Solamente tengo dos diapositivas que
21 quiero mostrar y seré breve. Básicamente los nuevos
22 argumentos que Flores plantea son los siguientes.
23 Dice que la mediana de estas muestras es 9,74X, que
24 es igual al caso de AES Gener en Chile.

25 Las razones por las cuales Guaracachi

10:46:12 1 puede ser diferente de AES Gener, esto significa que
2 no se refleja ningún tipo de spot en particular en
3 la muestra. Tenemos 30 empresas y la mediana parece
4 ser más cercana a 1 porque es el punto del medio de
5 la muestra. Siempre es así el caso, pero no se
6 puede mostrar que una compañía es comparable
7 solamente a esa. La mediana representa el rango
8 completo de las 30 observaciones y la mediana tiene
9 el punto positivo de sacar los extremos, como se ve
10 en la 22. Se quitan los extremos de aquellas
11 empresas que cotizan en elementos muy altos, 40 o
12 50X y también aquellas que coticen a niveles muy
13 bajos, por lo menos de 5X. Y esta es una crítica
14 inválida y Flores lo sabe.

15 La segunda crítica tiene que ver con el
16 hecho de que mi muestra hace que Bolivia esté entre
17 los países que son los más altos en el nivel de la
18 prima por riesgo país.

19 Si ven la opinión de Flores o la mía, es
20 que Bolivia se encuentra entre el 7 o el 10,5 por
21 ciento, y esto la pone en el medio de los países
22 comparables en materia de prima por riesgo país.

23 El tercer argumento nuevo que pone Flores
24 en materia de los puntos de referencia es que 8 de
25 los 30 puntos de referencia tienen licencias por

10:47:50 1 términos indefinidos. Y él dice que aquellas
2 empresas que tienen términos indefinidos están
3 separadas de las que tienen términos definidos.

4 Es bueno y adecuado incluir a ambas porque
5 cuando uno tiene licencias que van hasta el 2038 el
6 mercado lo va a ver como posibilidades posibles de
7 renovación.

8 Así que ambos casos son importantes. Y si
9 uno ve en detalle los 22 puntos de referencia que
10 tienen términos finitos, se encontrará que las
11 medias son del 8,2X y el promedio es de 9,8X.

12 Finalmente se dice que Guaracachi no puede
13 ser comparado con esto porque las empresas tienen
14 crecimiento futuro y Guaracachi no. Estamos
15 hablando de una licencia de hasta el 2038, sabemos
16 que la empresa tenía otros proyectos en mente y
17 seguramente habrá crecimiento. El hecho de que yo
18 no estoy incluyendo estas nuevas inversiones
19 potenciales en mi metodología DCF, es porque
20 queremos valorar los activos a la fecha actual y no
21 especular respecto de nuevos activos.

22 La última crítica que hace tiene que ver
23 con el tema del EBITDA, que yo ya ajusté los
24 pronósticos y se hizo un ajuste al 6 por ciento.

25 Así que en la 24 hacemos un resumen en

10:49:17 1 donde se muestra el único otro método que se ha
2 planteado como comparable al DCF, que es el de
3 múltiplos de mercados.

4 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
5 Bien, con esto usted termina con su resumen y esto
6 también nos queda claro.

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
8 Gracias, señor presidente.

9 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
10 Usted sabe lo que va a suceder ahora. Le van a
11 hacer preguntas en el contrainterrogatorio, y los
12 abogados de Bolivia van a hacer esto.

13 SEÑOR SILVA ROMERO: El doctor García Represa
14 conducirá la crossexamination.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Bien. Gracias.

16 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Gracias, señor
17 presidente.

18 Buenos días, señor Abdala.

19 SEÑOR ABDALA: Buenos días.

20 P Como entiendo que está acostumbrado a
21 hacer estas cosas en inglés y para no perder tiempo
22 con el resto del equipo lo vamos a hacer en inglés,
23 si le parece bien.

24 (Interpretado del inglés) Bien, tenemos un
25 acuerdo por lo menos. Vamos a comenzar entonces.

10:50:15 1 Soy José Manuel García Represa, yo
2 represento a Bolivia, como ya seguramente lo sabrá.

3 Quería ver un tema que usted acaba de
4 plantear en cuanto a los gastos de capital. Usted
5 dijo que porque usted valuaba los activos que
6 existían ahora, no incluye los CAPEX.

7 ¿Está valuando los activos o la empresa?
8 ¿Cuál de estos dos está valuando?

9 R Estoy valuando la empresa. Estoy valuando
10 la empresa con los activos con la empresa tiene
11 ahora. Así que no estoy incluyendo nuevos planes en
12 la valuación de la empresa. La valuación que yo
13 hago es de la empresa. No estoy tratando de ver si
14 existen valores futuros e inversiones futuras y
15 nuevos planes.

16 El método DCF solamente tiene una
17 valuación que se restringe a los planes existentes.

18 P Y los planes adicionales serían gastos de
19 capital adicionales que reducirían el valor. ¿No es
20 cierto?

21 R No, por supuesto que no.

22 Los planes adicionales aumentarían el
23 valor en principio porque uno supondría que el
24 inversor realizaría las inversiones si espera
25 agregar valor y no si no lo espera.

10:51:30 1 Las inversiones que agregan valor son las
2 únicas que se agregarían. Eso es lo normal porque,
3 si no, uno estaría planeando algo que podría llegar
4 a ser una mala inversión. Así que tenemos costos
5 desde el punto de vista de los CAPEX y de los OPEX y
6 también se esperarían más ingresos.

7 Se esperarían que estos elementos aumenten
8 y no disminuyan el valor.

9 P Quiero entender cómo funciona su modelo.
10 Los ingresos aumentan constantemente hasta 2018.
11 ¿Es correcto esto?

12 R Los costos aumentan...

13 P No, le estoy preguntando de los ingresos,
14 no de los costos.

15 R Hasta el 2018 los costos siguen
16 constantemente creciendo. Los ingresos están
17 mantenidos a términos constantes reales y con el
18 aumento de la tasa de inflación hasta el 2018.

19 P Pero usted no tiene CAPEX aquí, ¿no es
20 cierto?

21 R No, esto es incorrecto. Si usted lee mi
22 primer informe, yo hablo de los CAPEX. Y yo no pongo
23 los CAPEX explícitamente.

24 (Se suspende la interpretación.)

25 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

10:52:45 1 Les pido por favor que hagan una breve pausa entre
2 la pregunta y la respuesta. Todo el mundo tiene
3 mucha energía, así que esta es una buena forma de
4 hacer las cosas, tratar de hacer una breve pausa
5 para que para el trabajo futuro las transcripciones
6 sean más claras.

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Seguiré
8 su consejo, señor presidente.

9 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
10 Esto se aplica a ambos.

11 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Como
12 expliqué en mi primer informe, en mi modelo los
13 CAPEX ya se encuentran en los gastos operativos.
14 ¿Por qué? Porque la empresa nos ha informado cuál
15 sería el costo que incurrirían cada uno de los
16 planes para que se puedan mantener con
17 mantenimientos mayores para que entren en
18 operaciones hasta el año 2018.

19 Así que tenemos una planilla de cálculo
20 que muestra el costo, que es una función de la
21 cantidad de horas que se espera que las unidades
22 despachen. Cuanto más horas, más costo. Esto se
23 refleja en los OPEX en mi modelo.

24 Lo que dije del CAPEX es que debido a que
25 el mantenimiento de las unidades existentes está

10:54:07 1 reflejado en los OPEX, no proyecto CAPEX a futuro
2 porque los CAPEX solamente serían para planes nuevos
3 y yo no proyecto planes nuevos a futuro.

4 P Para confirmar, CAPEX es cero después de
5 2010 según su explicación y su supuesto es que EGSA
6 seguiría operando con los mismos generadores que ha
7 instalado en 2010 hasta el año 2018. ¿No es cierto?

8 R Sí.

9 P Es todo por el momento.

10 Creo que es una pregunta muy sencilla,
11 señor presidente. Quiero seguir adelante.

12 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
13 Por favor, tiene que dejar que las respuestas sean
14 claras para que conste en la transcripción.

15 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
16 Gracias, señor presidente.

17 Señor Abdala: ¿declara usted que en su
18 modelo los únicos planes que usted tiene en cuenta
19 son los planes existentes a partir del 2010 y que
20 continúen las operaciones hasta el 2038, sí o no?

21 R Sí, es correcto. Los únicos planes que se
22 incluyen en el modelo son los planes existentes al
23 2010. Y se espera que el despacho de los proyectos
24 sea funcional hasta el año 2038, sí.

25 P Mencionó que los ingresos aumentan con la

10:55:37 1 inflación hasta un 2,5 en su modelo después del
2 2018. ¿Recuerda esto?

3 R Sí.

4 P Pero eso no es correcto. Los ingresos por
5 precio por potencia son más altos que la tasa de
6 inflación. ¿No es cierto?

7 R Tiene razón. Quizás no lo dije bien
8 cuando hablaba de las ventas de energía.

9 Las ventas de energía en los precios spot
10 van a aumentar según la tasa de inflación.

11 En cuanto a los pagos por potencia, como
12 vieron en mi dictamen, estos pagos quedan regulados
13 y deben ser actualizados cada seis meses según la
14 evolución de las turbinas que el ente regulador de
15 Bolivia utiliza como referencia para los pagos por
16 potencia.

17 Yo analicé la evolución histórica del
18 índice PPI de las turbinas de Estados Unidos porque
19 este es un elemento que también utilizan los
20 reguladores bolivianos y vienen los costos, planta,
21 equipo y elementos de Estados Unidos. Y por eso yo
22 le dije que hay una inflación de 3,5 total respecto
23 de ellos.

24 P Respecto de los ingresos, no estoy seguro
25 de si usted estaba aquí presente, pero los abogados

10:57:15 1 de la demandante dijeron el viernes pasado en la
2 página 942 del día 4 que los modelos del señor Paz
3 van desde julio y no desde mayo de 2010. ¿Le dijo
4 esto usted a los abogados?

5 R No recuerdo esto.

6 P ¿Lo que yo le acabo de leer funciona así
7 según usted entiende el modelo de Paz?

8 R No, entiendo que el modelo de Paz tendría
9 implicancias a partir de mayo de 2010.

10 P Los abogados de la demandante estaban
11 tergiversando sus puntos de vista cuando
12 contrainterrogó a Paz.

13 R No sé, yo no presté atención a ese tema,
14 lamento decir.

15 P Estábamos hablando respecto del año 2018
16 hace un momento. ¿Instruyó usted a MEC para que
17 corriese el despacho solamente hasta 2018, sí o no?

18 R No lo hice. Como explicó el señor Llarens
19 hoy, Mercados nos explicó, y esto yo lo sabía porque
20 conozco los mercados de electricidad en otros
21 lugares de América Latina, que cuando uno tiene que
22 hacer simulaciones semanales tiene un límite
23 respecto de la cantidad de semanas que puede
24 utilizar porque si no uno comienza a repetirse en
25 cuanto a la historia esperada de la hidrolicidad que

10:58:58 1 se corre en los pronósticos.

2 Así que esto solamente surgió por unas
3 limitaciones técnicas del análisis semanal.

4 P En el párrafo 72 de su primer informe y en
5 su segundo informe en el párrafo 106, cuando usted
6 dice, en la página 34...

7 R ¿Qué párrafo nuevamente?

8 P Sí, es el párrafo 72. ¿Lo encontró?

9 R Sí.

10 P Así que cuando leemos allí que usted le
11 solicitó a MEC que realice una simulación que
12 termine en diciembre de 2010 -- perdón, en 2018...

13 R Sí, parece que fue mi decisión, pero
14 trabajamos junto con MEC para entender las
15 limitaciones del modelo técnico, así que esto surgió
16 de una sugerencia de ellos y fue parte de los
17 supuestos que se utilizaron y que tenía que utilizar
18 MEC para correr el modelo.

19 El horizonte temporal es algo que yo tenía
20 que estar de acuerdo y que tenía que establecerse
21 hasta diciembre del 2018.

22 P En el párrafo 106 hay que corregir también
23 eso. ¿No es cierto?

24 R Es lo mismo. No creo que se necesiten
25 correcciones, solamente una aclaración de cómo se

11:01:08 1 llegó a esa decisión.

2 P Usted entiende que el equipo de MEC
3 utilizó la expansión prevista del sistema, que surge
4 de lo que se llama el POES 2011-2021. ¿Lo entiende?

5 R Sí. Entiendo que ese POES tendría las
6 fechas de ingreso previstas y el tamaño del proyecto
7 que forma la base de los aportes de MEC. No es el
8 primero, pero -- no es el primero, pero sí es el
9 principal.

10 P Al utilizar ese POES de 2010 y no el de la
11 fecha de nacionalización, el proyecto de
12 hidroelectricidad de Rositas aparece en la siguiente
13 corrida.

14 R No, no es esa la razón por la cual se saca
15 Rositas. Como ya lo dije, es una cosa que le pedí a
16 Mercados que analizase. Les dije: necesitamos
17 evaluar cuál sería la capacidad prevista, la
18 potencia prevista según la información del mercado
19 en mayo del 2010.

20 Luego revisamos la información publicada
21 por Bolivia antes del POES publicado en noviembre de
22 2009 y reviso con Mercados otra información como por
23 ejemplo los planes a mediano término. Pero también
24 reviso y analizo el tipo de información de mercado
25 que ya se conocería o ya estaría en poder de los

11:03:18 1 participantes, porque finalmente ese es el ejercicio
2 que quería realizar. Así tienen información, como
3 por ejemplo, la demora para el ingreso en servicio
4 de algunas plantas, algunas centrales. Esto ya se
5 sabía en el mercado.

6 Tenemos conocimiento también sobre plantas
7 mineras que agregarían demanda en mayo de 2010.

8 Y concluyo que la mejor representación de
9 lo que podría preverse se resume mejor en el plan
10 que fue publicado por CNDC en diciembre 2010. Si
11 bien se publicó más adelante, es información ya se
12 encontraba en el mercado. Y yo les dije: dado que
13 necesita congruencia entre la demanda y la oferta
14 para el pronóstico, utilizarlo como base, y los
15 instruí en lo que hace a las modificaciones para
16 Karachipampa, las modificaciones a la fecha de
17 entrada en servicio del ciclo combinado. Y dado que
18 Rositas se encontraba bien abajo en el plan de
19 noviembre de 2009 y la diferencia era sólo de un año
20 en el plan de diciembre 2010.

21 Hablo sobre si necesitamos incluir Rositas
22 porque debido a su tamaño tal vez tenga cierta
23 repercusión en el modelo.

24 Concluí que Rositas no era necesaria, era
25 poco realista. Estuvo allí durante más de cuatro

11:04:52 1 años y tan pronto estudié lo que sería necesario,
2 más de mil millones de dólares en gastos en
3 comparación con el tamaño del presupuesto con el
4 cual cuenta Bolivia anualmente para la
5 infraestructura, esos proyectos -- tenemos
6 aproximadamente 300 millones que serían para el
7 sector de la energía, lo cual no es realista, lo
8 cual no me pareció bueno. E incorporé las
9 sensibilidades para el Tribunal si hubiese incluido
10 a Rositas para 2019-- 2018, lo cual habría una
11 disminución de los daños en 900 mil.

12 P Necesito la instrucción aquí del Tribunal.
13 Yo le pregunté si usted utilizaba el POES después de
14 la nacionalización, Rositas salía de las corridas de
15 MEC y entiendo que la respuesta fue sí pero me llevó
16 cinco minutos llegar allí.

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
18 Muchas gracias, señor García Represa.

19 Señor Abdala: cuando sea posible, las
20 partes se enfrentan a limitaciones tiempo, con lo
21 cual no entre en demasiado detalle dado que usted
22 tendrá un segundo interrogatorio por la demandante,
23 y sería posible así hablar en mayor detalle.

24 Le voy a sugerir que cuando usted cree que
25 necesita aclarar algo en mayor detalle y el Tribunal

11:06:31 1 siempre lo valora, tome notas y después hable sobre
2 eso cuando lo interroge la demandante.

3 No diga solamente sí o no si necesitan
4 aclarar algo. Pero si usted cree que necesita
5 aclarar algo con gran cantidad de información, una
6 buena solución es postergarlo.

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
8 Gracias. Voy a hacer lo que pueda.

9 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
10 Es más fácil sugerirlo que aplicarlo.

11 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
12 Gracias, señor presidente.

13 Doctor Abdala: para confirmar, Rositas
14 nunca entra en operación en su modelo antes de 2038.

15 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
16 Correcto.

17 P Usted dice que explicó en su informe por
18 qué, pero no se menciona Rositas en su primer
19 informe pericial. ¿Es esto correcto?

20 R Sí, correcto.

21 P Usted acaba de explicar que la razón por
22 la cual se excluye Rositas es que en su opinión no
23 era realista, y para dejarlo en claro esta es su
24 decisión. ¿Verdad?

25 R Sí. Y también me pareció que podría ser

11:07:54 1 la opinión de los participantes del mercado a mayo
2 de 2010.

3 P Y las opiniones de los participantes en el
4 mercado a mayo de 2010 es que Rositas estaría
5 demorada más allá del 2038. ¿Verdad?

6 R No. La opinión implica no que habría una
7 demora hasta después del 2038 sino que Bolivia por
8 cuenta propia no podría realizar este ejercicio. Y
9 dado que ya estamos hablando del 2010, tampoco se
10 espera el financiamiento de una empresa privada,
11 porque a 2010 se vería todo el sector de la
12 generación y estaría todo esto en la etapa de
13 nacionalización.

14 P Me gustaría que pase ahora a su segundo
15 informe pericial, página 61, nota de pie de página
16 125. Nota de pie de página 125.

17 R Sí.

18 P Página 61. Nota de pie de página 125. ¿Es
19 correcto que después de ver esto usted solamente
20 hace referencia a mayo de 2010 a un artículo con
21 fecha del 19 de mayo de 2013 y el modelo de
22 inversión de 2012 de Bolivia?

23 R Esos dos son los que se citan. Pero no en
24 relación con Rositas. Sino que básicamente tiene
25 que ver con el tema de si Bolivia tiene una

11:09:54 1 inversión pública, y cómo se compara con el sector
2 privado.

3 P Me pareció que en la nota de pie de página
4 125 se lo citaba en el párrafo 115 que comienza: "En
5 el caso de la planta hidroeléctrica de Rositas". Y
6 el 108 que dice: "El señor Paz menciona..."

7 Entonces me parece que usted está haciendo
8 referencia a Rositas.

9 R Sí, allí se habla de Rositas. Pero
10 también hay otras oraciones que tienen que ver con
11 Rositas. Simplemente estoy diciendo que las citas
12 que usted tiene aquí tienen que ver con una
13 inversión pública o privada.

14 P Entonces estos no son los artículos que
15 respaldan la opinión que a mayo de 2010 Rositas no
16 entraría en operación.

17 R No. Este artículo no tiene nada que ver
18 con eso.

19 P ¿Indíqueme en qué artículo se habla de eso
20 a mayo del 2010?

21 R Como ya le expliqué, fue mi decisión que
22 Rositas no sea viable por las razones que ya le dije
23 y por las razones que incluí en 125. Las razones
24 que incluyo aquí tienen que ver más con la capacidad
25 de Bolivia para invertir y gestionar la inversión en

11:11:31 1 nueva potencia en general.

2 P Entonces usted decide algo que no está
3 respaldado por lo que se dice en este documento.

4 R ¿En qué documento?

5 P En este informe.

6 Estamos hablando de su segundo dictamen
7 pericial, y el primer dictamen pericial es
8 pertinente. No hay ningún documento que indique que
9 Rositas no entraría en operación.

10 R No. También tiene usted todos los
11 informes de CNDC. Si usted se fija en los informes
12 de CNDC, lo que usted ve es que Rositas se va
13 atrasando. Entonces todo plan o informe nuevo
14 mostrará el ingreso de Rositas un año después, y ven
15 también el presupuesto para Rositas que no se
16 asigna. Esto también ya se encuentra en el informe
17 de CNDC y es parte de la razón por la cual tomé esta
18 decisión. No es algo que salga de la nada sino que
19 es información producida por CNDC mismo.

20 P ¿Está usted diciendo que el CNDC al 1° de
21 mayo de 2010 le estaba diciendo al mercado que
22 Rositas no entraría en funcionamiento antes del
23 2038?

24 R No. Lo que estoy sugiriendo es que a
25 Rositas siempre se la puso en el plan diez años más

11:13:07 1 adelante como una esperanza a futuro. Pero es algo
2 que se fue transfiriendo pasando de un año a otro y
3 nunca se le asignó ningún presupuesto.

4 Entonces usted se fijará aquí que estoy
5 analizando el tamaño del proyecto y analizando la
6 rentabilidad prevista del proyecto.

7 Pero también analizo las limitaciones a
8 las que se enfrenta Bolivia para la asignación.
9 Entonces con esta toda esta información yo creo que
10 ningún participante del mercado lo analizará como
11 una inversión creíble.

12 P Usted hace referencia al documento del
13 CNDC. Le voy a pedir que se fije en el separador 5
14 de la carpeta.

15 R Yo no creo tener una carpeta.

16 P Me parece que soy el único que la tiene a
17 la carpeta.

18 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

19 Pero es un problema fácil de solucionar. (Risas.)

20 P Tómese el tiempo que necesita. Le estaba
21 diciendo el separador 5.

22 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

23 ¿Ya tiene el número 5? ¿Puede seguir adelante?

24 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

25 Entonces si usted se fija en el separador 5,

11:15:32 1 ¿reconoce este artículo, este documento?

2 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí.

3 P ¿Es éste uno de los informes del CNDC al
4 cual usted hacía referencia?

5 R Sí, es el que fue publicado en noviembre
6 de 2009.

7 P ¿Puede pasar a la página 17? Arriba se
8 hace referencia a Rositas. ¿Lo ve?

9 R Sí.

10 P Claramente usted lee en español, así que
11 no necesita traducirlo, pero aquí se dice que (En
12 español) "Se analice la posibilidad de instalar
13 unidades de generación más pequeñas y en lo posible
14 adelantar la fecha de puesta en marcha."

15 (Interpretado del inglés) ¿Vio esto cuando
16 leyó el informe, cuando preparó el informe? ¿Vio
17 esto cuando preparó su dictamen pericial, sí o no?

18 R Sí.

19 P Pero en su opinión no era relevante.

20 R El tema aquí es que Rositas, como se
21 muestra en este párrafo, no tiene ni un tamaño firme
22 o diseño. Y en el 2009 el CNDC dice, bueno, a lo
23 mejor sea 70, pero en 2009 dice bueno a lo mejor
24 podría ser 210 megawatts. Entonces es algo que está
25 en el aire, es un proyecto interesante. Santa Cruz

11:17:25 1 siempre quiso este proyecto pero el mercado no ve un
2 gran compromiso por parte de Bolivia porque todavía
3 no está especificado y tampoco se asignó ningún
4 presupuesto y el mercado quizás no lo tome en serio.

5 P ¿Puede pasar al separador 2? Aquí
6 volvemos, esto era en noviembre de 2009, y aquí
7 estamos yendo más atrás y usted dice que el mercado
8 no lo toma seriamente. Y ahora vamos a pasar a
9 enero de 2009.

10 Esta es una publicación presentada por las
11 demandantes en este caso. Y si da vuelta la página
12 después de la referencia verá Hidroeléctrica
13 Rositas.

14 R ¿En qué página?

15 P Si da vuelta la página, la página que dice
16 C294 tiene la tapa de Reporte Energía, y en el medio
17 arriba dice... ¿Lo ve?

18 R Sí.

19 P ¿Lo había visto antes de presentar su
20 informe?

21 R Esto no.

22 P ¿Puede pasar a la página 12, que es donde
23 se encuentra ese artículo al que hago referencia. A
24 enero de 2009 Reporte Energía...

25 R No, no lo sigo. ¿Usted me dice el

11:19:18 1 separador?

2 P No, la página 12, no el separador 12.
3 Página 12 del mismo informe en el separador 2. ¿Me
4 sigue?

5 R Sí.

6 P Voy a invitar al Tribunal en algún momento
7 a analizar este documento en mayor detalle. Me
8 gustaría confirmar con usted que lo que usted
9 mencionó muchas veces como el proyecto de la década
10 de 1970 se estaba reactivando en 2009. ¿Verdad?

11 R No lo puedo confirmar.

12 Esta es una publicación en la que se dice
13 básicamente que ENDE está tratando de analizar la
14 reactivación de Rositas. Como lo mencioné
15 anteriormente, es -- se encuentra en la lista de
16 proyectos posibles para más allá del 2009.

17 P Pero usted no había visto este documento.

18 R No, no había visto esta revista. No.

19 P Entonces vamos a eliminar la nota de pie
20 de página 125 en la que cita -- en la nota a pie de
21 página 127 de su informe usted cita este documento,
22 con lo cual lo vamos a tachar.

23 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): ¿Le
24 podemos pedir al doctor Abdala que analice esa nota
25 de pie de página para que la podamos tachar?

11:21:12 1 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
2 Señor Abdala: puede responder o luego en el segundo
3 interrogatorio le podemos preguntar sobre ello.
4 Pero si quiere comentar algo brevemente, está bien.
5 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí,
6 veo aquí que se cita Reporte Energía. Fue citado
7 por otros motivos.
8 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
9 Creo que es suficiente por este momento.
10 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
11 Gracias.
12 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
13 ¿Podemos volver a su segundo dictamen pericial,
14 donde habla sobre Rositas de 114 en adelante? Del
15 párrafo 114 en adelante.
16 R ¿Qué párrafo?
17 P 114 en adelante.
18 Yo entendí de su declaración que usted
19 considera que Rositas no es viable debido al costo
20 en cuestión. Entiendo que el costo a largo plazo
21 del proyecto sería 1.200 millones de dólares. ¿Es
22 esto correcto?
23 R La primera aseveración que usted menciona
24 no es correcta. Hay muchas razones que se abordan
25 aquí. Y los 1.200 millones son una de las cifras

11:22:57 1 que verá usted aquí citadas. Cito también otras
2 cifras. Y una vez más, esta es otra razón por la
3 cual el mercado no lo toma en serio. Hay diferentes
4 cálculos con el tiempo y también especificaciones
5 para el diseño.

6 P ¿Está usted de acuerdo con el hecho que
7 Rositas era un proyecto de 1.200 millones de
8 dólares?

9 R Bueno, los 1.200 millones es una cita del
10 POES de CNDC. Está afirmado así como un gasto de
11 proyecto de 1.200 millones.

12 P Y ahora volvemos a la nota de pie de
13 página 125. Usted allí compara los 1.200 millones
14 al presupuesto estatal de inversiones para el 2013.
15 ¿Correcto?

16 R Sí.

17 P Usted asume que Rositas será financiado en
18 un año. ¿Es esto lo que usted asume?

19 R No.

20 P ¿Está asumiendo usted que Rositas va a ser
21 financiado solamente con el presupuesto del Estado?

22 R Sí. A 2010 esto es lo que podrían prever
23 los participantes del mercado.

24 P Bien.

25 Si podemos seguir en esta página, estamos

11:24:29 1 viendo ahora a la izquierda y hay otra razón por la
2 cual usted sugiere que el POES de 2010, el que
3 estaba en vigencia a la fecha de nacionalización, no
4 sería confiable. Y si usted vuelve, fíjese en el
5 párrafo 112. Y en el medio de ese párrafo usted
6 dice que analizó el informe POE de 2009 de CNDC.
7 ¿Lo ve?

8 R Sí.

9 P Y para que quede en claro desde el punto
10 de vista lingüístico, cuando usted en su informe
11 hace referencia al informe POE de CNDC de 2009 es el
12 que se publicó en noviembre de 2009 que estaba
13 vigente a la fecha de nacionalización. ¿Correcto?

14 R Sí.

15 P Y cuando en su informe vemos el POE 2010
16 de CNDC es el POE que fue publicado en diciembre de
17 2010, que tendría cifras para 2011 en adelante.

18 R Sí, correcto.

19 P Entonces usted aquí analizó el que estaba
20 vigente a la fecha de nacionalización y dice, y aquí
21 cito: "que está bastante desactualizado al momento
22 de la valuación". ¿Lo ve?

23 R Sí.

24 P La razón por usted ofrece para decir que
25 está desactualizado es lo que tenemos en el cuadro 6

11:26:00 1 de la página siguiente. El cuadro 6, perdón, de la
2 página siguiente, que son las demoras para la
3 entrada en servicio.

4 R Bueno, estas son algunas de las razones.
5 Pero esta es una de las razones que yo muestro y es
6 la más pertinente. Tiene que ver con los planes que
7 supuestamente tenían que entrar en vigencia antes de
8 mayo de 2010 pero que todavía no habían entrado al
9 mercado.

10 P Usted dice que esta es una de las razones.
11 ¿Pero cuáles son algunas de las otras razones para
12 decir que este POES está desactualizado, el de la
13 fecha de nacionalización?

14 R Bueno, si usted se fija en mi opinión
15 general y por qué se pensaba que este plan de 2009
16 no se estaba utilizando, se debe al tipo de
17 información que habría tenido el mercado de trabajo.

18 Y lo que yo digo es que estaba bastante
19 desactualizado, pero no estaba solamente bastante
20 desactualizado por este asiento sino también por
21 otras razones.

22 Para Rositas había un presupuesto de 32
23 millones de dólares a mayo de 2010. Sabíamos que
24 esto no era así. Y lo mismo se aplica a muchas de
25 las plantas hidroeléctricas y geotérmicas que en el

11:27:23 1 mercado ya se sabía que no contaban con un
2 presupuesto correcto. Esta es una de las razones y
3 hay otras razones también.

4 P Usted nos acaba de decir algo que no
5 figura en ninguna parte de su informe.

6 R Lo que yo le dije es una ampliación de
7 todas las razones por las cuales en mi opinión la
8 información contenida en el POE de 2009 ya estaba
9 desactualizada.

10 P Y usted puede confirmar que la única razón
11 que cita en su informe es lo que vemos en el cuadro
12 6, cierta demora en la entrada en servicio.

13 R Bueno, yo no sé si es la única razón que
14 yo cito. Esta es una a la cual usted hace
15 referencia, a lo mejor haya otras razones en el
16 informe que se relacionen con esto.

17 P Permítame indicarle que esta es la única
18 razón y que me corrijan los abogados cuando le
19 realicen el segundo interrogatorio.

20 Si usted se fija en el cuadro 6, menciona
21 proyectos en general. Para que quede en claro, en
22 el cuadro 6 solamente se citan dos proyectos: Entre
23 Ríos y el ciclo combinado de Guaracachi. ¿Correcto?

24 R Discúlpeme, no creo hablar de proyectos.

25 P Pero usted lo acaba de declarar.

11:28:48 1 R Tal vez hacía referencia a proyectos, pero
2 si se fija en el informe, estoy mostrando cinco
3 centrales nuevas.

4 P Dígame, Entre Ríos es una unidad
5 generadora, y hay cuatro de estas unidades en Entre
6 Ríos.

7 R Entre Ríos es una planta. Bueno, hay
8 diferencias unidades, tiene cuatro unidades. Y
9 obviamente lo que importa aquí es que estas unidades
10 pueden entrar en funcionamiento en momentos
11 diferentes y el mercado va a analizar cuándo entra
12 en funcionamiento esta planta nueva, no toda la
13 planta. Cada una de las unidades aportará potencia
14 nueva y esta es la manera de considerarlo por
15 unidad.

16 P Si usted se fija en el ciclo combinado de
17 Guaracachi, ¿sugiere usted que el POES está
18 desactualizado porque proyectaba el ciclo combinado
19 a mayo de 2010 pero en realidad entró en vigencia en
20 abril del 2012?

21 R Sí.

22 P Y esto es incongruente con su modelo.
23 ¿Verdad? Porque usted proyecta -- déjeme terminar,
24 porque usted proyecta que el ciclo combinado entrará
25 en servicio el 1° de noviembre de 2010.

11:30:02 1 R No es incongruente con el modelo. Lo que
2 estoy indicando en este cuadro es la fecha efectiva
3 de entrada en servicio como ocurrió.

4 En mi modelo tenemos que ver cuál es la
5 fecha prevista de entrada en operación a mayo de
6 2010. Y lo que utilizo para el ciclo combinado de
7 Guaracachi es la información que podría haber tenido
8 disponible el mercado, que como explico en el que
9 primer informe, es que los ciclos combinados
10 estarían ya culminados a mediados de 2010. Creo que
11 esto ocurre en agosto de 2010 y luego utilizo
12 noviembre de 2010 porque se trataba de una fecha más
13 razonable para la entrada en servicio.

14 Y me parece que el señor Paz y el señor
15 Flores también adoptaron la misma fecha, noviembre
16 de 2010.

17 No es incongruente, esto tiene que ver con
18 la fecha real de entrada en servicio. Pero por
19 otros razones después de la nacionalización -- yo
20 entiendo cómo había que demorar este ciclo, pero no
21 es algo que lo hubiese previsto cualquier
22 participante del mercado.

23 P ¿Declara usted entonces que un comprador
24 dispuesto hubiese considerado un ciclo combinado en
25 2010 o en 2012?

11:31:19 1 R En 2010.

2 P A mayo de 2010, según la tabla 6, Entre

3 Ríos 2 ya estaba en operaciones. ¿No es cierto?

4 R Sí.

5 P Y Entre Ríos 3 también.

6 R Correcto.

7 P Entre Ríos 1 y 4 todavía no estaban en

8 operaciones. ¿Correcto?

9 R Correcto.

10 P Y entraron en operaciones en enero de

11 2010. ¿Correcto?

12 R Correcto.

13 P En junio, perdón. En junio. Me parece

14 que estamos de acuerdo en los errores.

15 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

16 Es un comienzo. (Risas.)

17 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

18 Es un testigo que coopera mucho, está de acuerdo con

19 mis propios errores.

20 Un comprador dispuesto a mayo de 2010 que

21 hacía una debida diligencia de Entre Ríos

22 probablemente hubiese visto que estaba en la etapa

23 de prueba final. ¿No es cierto?

24 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Bueno,

25 había una pequeña demora. Dos de las unidades ya

11:32:23 1 habían entrado en servicio y las otras estaban por
2 entrar en servicio básicamente. Eso es lo que
3 hubiese percibido, sí.

4 P Así que Entre Ríos no era un tema muy
5 importante en cuanto a las demoras. ¿No es cierto?

6 R Refleja que la información de noviembre de
7 2009 del POES tenía una fecha determinada, y si uno
8 hace el modelaje en el POES según el equilibrio
9 entre oferta y demanda que uno tenía en los primeros
10 meses de 2010, obtendría ese resultado.

11 P ¿En su modelo cuándo entra en servicio
12 Entre Ríos?

13 R En la fecha en la que de hecho entraron en
14 servicio.

15 P Entonces vemos el POES de 2010 pero en su
16 modelo usted pone Entre Ríos que entró en junio de
17 2010. ¿No es cierto?

18 R Bueno, porque como nosotros sabemos
19 básicamente el mercado sabía que estas plantas
20 estaban por entrar en servicio. Las otras dos
21 plantas iban también a entrar en servicio dentro de
22 poco tiempo, porque había dos que ya habían entrado
23 en servicio también.

24 P Pasemos ahora al párrafo 110. Allí hace
25 usted referencia a instrucciones que se le brindó a

11:34:04 1 MEC para que utilizara la base de datos del SDDP de
2 noviembre 2009 a octubre 2013. ¿Lo ve?

3 R Sí, lo veo.

4 P Cuando se le dio esta instrucción a MEC,
5 ¿había algunas otras razones para utilizar la base
6 de datos de 2010 que utilizó el señor Paz?

7 R Bueno, al igual que las restricciones
8 técnicas que no nos permitían correr más de 480
9 semanas, y esto lo discutimos con Mercados, me
10 explicaron ellos a mí que era necesario utilizar el
11 SDDP de noviembre de 2009 a octubre de 2010 para
12 proyectar un calendario completo. Esto es algo que
13 no hubiese podido hacerse si se utilizaba la base de
14 datos más reciente. Estuve de acuerdo con esto, y
15 también consentí en el hecho de que esta sería la
16 forma adecuada de hacerlo.

17 P Quiero aclarar esto.

18 A ver, MEC le explica que se utiliza el
19 PMP de mayo de 2010 que incluye la base de datos
20 SDDP. Estarían viendo datos de enero a mayo de
21 2010.

22 R Es correcto. Esto tiene un impacto
23 respecto de las secuencias de las condiciones
24 hidrológicas que querían utilizar para sustanciar el
25 año calendario pleno utilizando la base de datos

11:35:37 1 SDDP de noviembre de 2009.

2 P ¿Entonces por qué tenemos que proyectar
3 enero a abril y no simplemente tomar cifras
4 históricas que están en el dominio público?

5 R Se pueden utilizar datos históricos, pero
6 estos datos históricos finalmente no tendrán ningún
7 tipo de compatibilización en cuanto a las
8 condiciones de hidrolicidad y por eso MEC nos
9 explicó que para que existiera una congruencia
10 completa, entendían que era mejor utilizar todo el
11 año calendario con la información que se encontraba
12 en el SDDP de noviembre de 2009. Entendí las
13 diferencias y estuve de acuerdo con eso.

14 En mi segundo informe, como ve, y debido a
15 que fui criticado por esto, le solicité a EDI que
16 corra los resultados si se utilizase la información
17 real en este ámbito en noviembre de 2009. Y creo
18 que había una diferencia de 0,2 millones en mayo de
19 2010. Esa es la nota al pie 122.

20 P Ahora bien, haciendo este estudio de
21 sensibilidades en el segundo informe, ¿no significa
22 esto que estos cálculos se tienen que hacer también
23 en su informe de experto?

24 R Bueno, Mercados lo quiso hacer de esta
25 forma y estuve de acuerdo con esto porque también

11:37:10 1 tenía sentido para mí. Tuve experiencias con este
2 tipo de continuidad en cuanto a la hidrolicidad de
3 modelos de despacho, y según lo que ellos me
4 explicaron me parece totalmente lógico y por eso
5 pensé que esta opción era la preferida.

6 P Usted le indicó a MEC que utilizase la
7 base de datos SDDP de noviembre de 2009, que era
8 vieja.

9 R Como dije, esto tuvo que ver con el mismo
10 tipo de razonamiento que se aplicó anteriormente y
11 MEC me dio las razones técnicas y estuve de acuerdo
12 en que esta era la forma correcta de hacer las
13 cosas.

14 P ¿La respuesta a mi pregunta es si usted le
15 instruyó a MEC para que lo hiciera de esa forma, sí
16 o no?

17 R Sí, si usted quiere indicar esa
18 instrucción, sí, pero con toda la información que yo
19 le acabo de indicar en carácter de antecedentes.

20 P Pasemos entonces a otro tema.

21 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés): Y
22 creo que es momento para un receso.

23 (Pausa para el café.)

24 PRESIDENTE JÚDICE: (Interpretado del inglés)
25 Sigamos adelante, por favor.

11:56:43 1 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
2 Gracias, señor presidente.
3 Doctor Abdala: espero que las noticias no
4 hayan sido muy malas en el día de hoy.
5 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): No, no
6 fueron demasiado malas.
7 P Como dije anteriormente, voy a cambiar de
8 tema. Y quiero limpiar algunas cosas en estas
9 actuaciones. Pasemos a su segundo informe, al
10 párrafo 82, por favor.
11 Usted aquí está hablando de la tasa libre
12 de riesgo en esta sección. Y aquí retomo la
13 pregunta que formuló el presidente. En el párrafo
14 82 usted dijo que revisó valuaciones efectuadas por
15 bancos de inversión.
16 ¿Está de acuerdo conmigo en que son
17 solamente las valuaciones que efectuó el Banco
18 Santander en Chile?
19 R Sí, estoy de acuerdo con esto.
20 P Entonces quitamos la "s" de "bancos".
21 R Sí, se trata del Santander y también de
22 los generadores de energía.
23 P Y la misma corrección se aplica a la
24 figura 2, en donde tasa libre de riesgo y dice
25 informe de bancos de inversión. Quito la "s". ¿No?

11:58:12 1 R Sí, así es.

2 P Los varios informes que usted incluye en
3 el C300 tienen fecha anterior y posterior a la
4 nacionalización. ¿Es correcto?

5 R Correcto.

6 P Usted no consideró que sería pertinente
7 que el Tribunal supiese que usted estaba utilizando
8 la retrospección en la elaboración de la figura 2.

9 R No estamos utilizando retrospección.
10 Estoy presentándole al Tribunal las únicas pruebas
11 que yo pude recabar en materia del banco de
12 inversión. Es la única información pertinente que
13 yo pude utilizar como fuente. Se trató de Santander
14 con quince empresas en diferentes fechas. Yo dije
15 que a la fecha de este informe la información era
16 pertinente porque antes y después simplemente
17 muestra el punto de referencia del WACC y también de
18 la tasa libre de riesgo y otros componentes del WACC
19 más o menos por la fecha de valuación. Creo que
20 está claro.

21 P Y usted quiere que el Tribunal se base en
22 la figura 2 como una confirmación de su análisis.
23 ¿No es cierto?

24 R No, lo presenté como una indicación de los
25 elementos pertinentes desde el punto de vista del

11:59:59 1 informe del banco de inversión, como una tasa libre
2 de riesgo y otros parámetros del WACC que se
3 utilizaron.

4 El Tribunal puede comparar esto con mi
5 análisis y con el análisis de Flores.

6 P ¿Entonces presenta usted estos datos en
7 bruto al Tribunal sin confirmar que este es su
8 análisis, correcto?

9 R No, no, no. No confirman nuestro
10 análisis. Pero como mostré, tanto el WACC como el
11 costo de capital y el costo de deuda muestran que
12 este análisis es similar y que los resultados que
13 encontraron para las diferentes empresas en los
14 diferentes países, con excepción de la Argentina, se
15 tratan de algo que está de acuerdo con los
16 parámetros que yo utilicé.

17 P Usted quiere que el Tribunal se base en
18 esta figura 2 como un elemento que respalda su
19 conclusión, ¿sí o no?

20 R Eso lo tiene que decidir el Tribunal. Yo
21 presenté los elementos que me parecen pertinentes y
22 que el Tribunal debería saber. ¿Cómo lo utiliza el
23 Tribunal? eso depende del Tribunal.

24 P Le pregunto su intención cuando redactó
25 esto. Yo no creo que esto sea el Tribunal el que lo

12:01:14 1 tiene que determinar sino usted.

2 Cuando usted le presentó esta figura al
3 Tribunal, ¿usted quería que el Tribunal se basase en
4 ella como respaldo para la información que usted
5 brindaba para llegar a sus conclusiones?

6 R No tengo intención respecto de cómo el
7 Tribunal pueda o no basarse en esta información. Mi
8 intención era presentar pruebas que yo creo que eran
9 pertinentes para que el Tribunal las conociese.

10 P En la primera oración dice usted: La
11 revisión de valuaciones elaboradas por bancos de
12 inversión, ya corregimos esto, respecto de los
13 generadores de energía de la región confirman mi
14 análisis. No tiene ninguna intención de que el
15 Tribunal se base en esta información. ¿Declara
16 usted eso?

17 R Las intenciones respecto de si el Tribunal
18 pueda o no basarse en esto, bueno, estoy en
19 desacuerdo con esa forma de indicar las cosas. Yo
20 presenté estas pruebas porque creo que son
21 pertinentes y que confirman mi análisis. Creo que
22 el Tribunal verá cómo utilizan la información. Las
23 pruebas están allí a efectos de que se efectúe la
24 comparación con otras empresas en la región.

25 P Mantenga esta página abierta y pase al

12:02:32 1 separador 30 de la carpeta. Es el separador 30 de
2 la carpeta.

3 PRESIDENTE JÚDICE: ...

4 SEÑOR GARCÍA REPRESA: 30.

5 Verá usted allí el segundo informe
6 pericial del doctor Flores. ¿Lo tiene?

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí.

8 P Así que estamos comparando entonces su
9 figura 2, tasa libre de riesgo, en la página 46 de
10 su informe, la vamos a comparar con la página 64 del
11 segundo informe de Econ One, gráfico 1. Y por favor
12 indíqueme cuando haya llegado a la página 64.

13 R Sí, correcto.

14 P Lo que hizo el doctor Flores es tomar las
15 mismas cifras, estos datos en bruto, y aislar los
16 datos antes de la nacionalización y después de la
17 nacionalización. ¿Así entiende usted realizó las
18 cosas el doctor Flores?

19 R Lo que hizo Flores es que primero en la
20 tabla 4 presentó una separación de fechas y utilizó
21 las tasas libres de riesgo que utilizó Santander
22 durante los diferentes momentos del tiempo, 2009,
23 2010, 2011. Y lo que se ve aquí y que informa
24 Flores no es el promedio de 2010, como se informa en
25 esta gráfica, sino el 4,2 que corresponde a agosto

12:05:13 1 de 2010. Así parece ser el tema.

2 P ¿Usted revisó este informe anteriormente?

3 R Sí, por supuesto.

4 P Le planteo el siguiente supuesto, y el
5 Tribunal lo puede establecer después: que el gráfico
6 1 simplemente está tomando el informe de Banco
7 Santander después de la nacionalización y muestra
8 también los informes del Banco Santander que ya
9 existían a partir del 1° de mayo de 2010, y muestra
10 el promedio y la media. Tanto el promedio como la
11 media, como digo, tenemos 4,2 para la tasa libre de
12 riesgo de Econ One y 4,36 la de ustedes, 3,58. ¿Lo
13 ve?

14 R Sí. Lo que digo es que esto es una
15 coincidencia con la tabla 4.

16 P Usted puede encontrar la coherencia donde
17 usted quiera, pero lo que le digo es lo siguiente:
18 si usted quiere que el Tribunal se base en lo que
19 hizo el banco Santander para evaluar el valor justo
20 de mercado de EGSA a partir del 1° de mayo de 2010,
21 ¿no miraría usted los informes periciales que
22 estaban -- perdón, los informes de inversión del
23 Banco Santander disponibles antes del 1° de mayo de
24 2010?

25 R No, porque no los estuve utilizando para

12:06:51 1 hacer mi propia valuación. Segundo, estoy dando un
2 contexto de lo que estaba disponible. Y lo que yo
3 considero que el Tribunal debe saber son las tasas
4 de descuentos que utiliza Santander Investment más o
5 menos para la fecha de la valuación. El Tribunal
6 verá que algunas de ellas son de agosto de 2009,
7 otras en junio y octubre de 2010. Así que esas eran
8 las fechas que estaban más cercanas a la fecha de
9 valuación. No es una cuestión de retrospectiva
10 porque yo no estuve utilizando esto para mi propia
11 valuación. Lo que digo es que en la fecha de
12 valuación más o menos este es el informe del banco
13 de inversión en este ámbito.

14 P ¿En su informe encontraríamos estas
15 pruebas contextuales, es decir pruebas posteriores a
16 la fecha de nacionalización para cada una de las
17 líneas de su modelo, sí o no?

18 R ¿Para cada una de las líneas de mi modelo?
19 Bueno, estamos hablando de miles de líneas.

20 P Simplifiquemos, para cada tipo de ingreso:
21 energía, potencia y créditos de carbono.

22 R Para las líneas sobre ingresos, vamos a
23 ver, si hay información respecto de cuestiones de
24 ingresos, hay información también que brinda el
25 contexto de los temas de ingresos como las

12:08:18 1 remuneraciones por potencia, indexación por ejemplo
2 también, y también el contexto de los temas que
3 tienen que ver con el precio spot que se determinó
4 como otro componente de los ingresos.

5 Tenemos contexto, información que tiene
6 que ver con cuestiones publicadas más o menos
7 posteriormente a la fecha de valuación.

8 P ¿Declara usted que la prueba después de la
9 fecha de nacionalización es pertinente para evaluar
10 la razonabilidad de sus supuestos, sí o no?

11 R Alguna información podría ser pertinente.
12 Es pertinente para el Tribunal, podría serlo digo.
13 Esto tratando de información que estaba disponible
14 más o menos para esa fecha para fijar un valor a esa
15 fecha. La información está allí para el Tribunal y
16 puede verla en cuanto a cuál es el desempeño actual
17 y también el precio spot actual. Creo que esto es
18 pertinente para el Tribunal.

19 P Usted me dio respuesta de dos líneas de
20 ingresos, pero evitó el tema de los créditos por el
21 carbono. ¿Cuál es el precio de la tonelada de CO2
22 que incluyó en su dictamen?

23 R Hay diferentes precios para los créditos
24 del carbono. Primero tienen el precio de preventa.

25 P Bueno, es un precio fijado. ¿Qué precio

12:09:55 1 proyectó usted después de 2013?

2 R Usted me preguntó por precios.

3 P Sí. ¿Qué precios proyectó usted después
4 de los contratos previos a la venta.

5 R Después del contrato previo a la venta yo
6 proyecté un precio futuro esperado de créditos de
7 carbono a la fecha de nacionalización.

8 P Esta no fue mi pregunta. Yo le pregunté
9 cuál era el precio de la tonelada de dióxido de
10 carbono en su modelo.

11 R Si recuerdo correctamente, más o menos
12 17-18 dólares por tonelada de emisión de carbono.

13 P Estos son derechos de emisión de carbono
14 que la industria considera en euros. ¿Correcto?

15 R Bueno, más o menos 17 dólares a 18
16 dólares.

17 P Bueno, son 14 euros. No vamos a hablar de
18 ese tema. Pero si usted piensa que esta información
19 contextual es pertinente y usted ha considerado 14
20 euros por tonelada de CO2 para los créditos para el
21 carbono, ¿no le interesaría saber que los créditos
22 para carbono están comercializándose a menos de 50
23 centavos de euro por tonelada hoy?

24 R Bueno, podría haber brindado esa
25 información pero tendría que haber dado el contexto

12:11:17 1 del caso. Porque hay algunos permisos que expiran o
2 cuotas que expiran, así que tendría que haber
3 indicado por qué el precio es cero en vez del precio
4 esperado al momento de la nacionalización, porque
5 algunos de estos derechos se hubiesen renovado o no
6 renovado.

7 Pero yo utilicé la información respecto
8 del precio a la fecha y no creo que ello haya sido
9 impugnado. Esta es información disponible que un
10 comprador y un vendedor dispuestos hubiesen
11 utilizado en ese momento.

12 P No estoy tratando de ver lo que ha sido
13 impugnado o no, estoy tratando de entender de qué
14 forma hizo usted las cosas.

15 La información posterior a su
16 nacionalización contextual es pertinente en algunos
17 casos y no pertinente en otros casos.

18 Usted no le mencionó al Tribunal que de
19 octubre 2008, cuando se comercializaban los créditos
20 para el carbono a la mitad del precio que usted
21 considera a abril de 2013, hoy cuando están
22 comercializándose a menos de 0,5 euros, usted no
23 consideró esa información como relevante para el
24 Tribunal.

25 R No lo creo, porque la valuación que se

12:12:36 1 estaba efectuando era a mayo de 2010. Entonces
2 utilicé la información para esa fecha.

3 Si tuviese que utilizar información ex
4 post para todos mis supuestos, tendría que explicar
5 lo que sucedió, y por qué las predicciones estaban
6 correctas o incorrectas para cada uno de los
7 elementos. Esto no es preciso.

8 Así que yo creo que hice el ejercicio con
9 información pertinente y relevante para mi
10 valuación.

11 P Muy bien.

12 Nos alejamos un poco de la tasa libre de
13 riesgo, pero usted hace referencia a la información
14 postnacionalización porque a esos efectos esto es
15 pertinente según su testimonio.

16 Usted puede ir al párrafo 82 de su segundo
17 informe, y estamos en la página 64 del informe de
18 Flores con la tabla correspondiente.

19 En el separador 30 Daniel Flores en su
20 informe tiene el gráfico 2. ¿Lo ve?

21 R Sí, lo veo.

22 P Y esta es una corrección de la figura 3 de
23 la página 51 de su informe. ¿Lo ve?

24 R Sí, ese es el título del gráfico. Yo
25 estoy en desacuerdo con esa corrección.

12:14:17 1 P Vamos a ir paso por paso. El párrafo 91
2 de su informe, de su segundo informe, en él dice:
3 Según mi revisión de las valuaciones efectuadas por
4 los bancos de inversión respecto de los generadores
5 de energía que cotizan en la región, y otra vez
6 tiene que ser un solo banco en vez de bancos...

7 R No tengo inconvenientes con eso, no.

8 No tengo problema alguno respecto de la
9 corrección que usted me sugiere.

10 P Y también tenemos que hacer la misma
11 corrección en el título de la figura 3.

12 R Sí, puede quitarla "s" de "bancos".

13 P Y en la figura 3 en las columnas en azul
14 se trata de los informes del Banco Santander pre y
15 postnacionalización. ¿No es cierto?

16 R La información se basa sí en informes
17 previos y posteriores a la nacionalización.

18 P En el gráfico 2 del doctor Flores se hace
19 lo mismo respecto del gráfico anterior, es decir que
20 se aíslan los informes que tienen que ver con
21 elementos posteriores a la nacionalización.

22 Así lo entiende usted, ¿no es cierto?

23 R Déjeme verificarlo.

24 Sí, esto se explica en el párrafo 165.
25 Dice que utilizando los datos antes de la fecha de

12:16:13 1 valuación, es decir agosto de 2009. Primero, las
2 etiquetas están mal en el gráfico de Flores. Dice
3 2010-2010. Y creo que él se está refiriendo
4 solamente a agosto de 2009.

5 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
6 Perdón, no entiendo lo que usted dice. ¿Qué está es
7 lo que está mal aquí?

8 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): El
9 gráfico 2 tiene 6-5 por ciento, 6-5 por ciento en
10 azul que representa las medianas. Pero eso se
11 refiere al informe Santander de agosto 2009. Pero
12 aquí dice 2010. No se trata de 2010; se trata de
13 2009, agosto de 2009.

14 Estoy en desacuerdo en cuanto a que esta
15 sea una corrección válida porque esto es
16 completamente algo que tergiversa las cosas. El
17 profesor Damodaran explica cómo es su opinión
18 respecto de la prima de riesgo del mercado cambiado
19 del 2009, que era 5 o 6 por ciento al 2010, cuando
20 era más o menos 4-5 o 5 por ciento.

21 Entonces excluyendo la información de
22 2010, es información pertinente que no debe
23 excluirse.

24 Ojalá tuviésemos los informes de Santander
25 de marzo de 2010, no los teníamos. Marzo-abril

12:17:58 1 2010. Entonces es bueno que el Tribunal vea en
2 junio de 2010 u octubre de 2010 porque son más
3 representativos de esta dinámica.

4 Y lo que Damodaran explica era la dinámica
5 del mercado tras la crisis financiera.

6 P Usted presentó los informes de Santander.
7 ¿No es cierto?

8 R Sí, correcto.

9 P Usted no presentó ningún otro informe
10 antes de la nacionalización salvo el de noviembre de
11 2009. ¿No es cierto?

12 R No, por las razones que expliqué. Porque
13 estaba buscando el momento más cerca de la fecha de
14 valuación. Y los que tenía yo como informes antes y
15 después son los que presenté. No encontré ningún
16 otro que estuviese más cerca de esa fecha aparte de
17 los que utilicé.

18 P Pero usted no le indicó al Tribunal que
19 las cifras que nosotros vimos en donde hablaba de
20 informes de bancos no se trataba ni de bancos ni
21 tampoco de la fecha de nacionalización. ¿No es
22 cierto?

23 R Estoy en desacuerdo. Perdón por haber
24 puesto "bancos" en vez de "banco" cuando solamente
25 es el Santander. Pero sí presenté todo el documento

12:19:17 1 con todos los informes que están en el C300 y no
2 creo que yo haya tergiversado nada allí. Todas las
3 valuaciones de los informes están allí en ese
4 documento y creo que esto lo indico en mi informe en
5 algún lado.

6 P Doctor Abdala...

7 R Yo mencioné que esto viene de fechas
8 cercanas a la fecha de valuación.

9 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

10 El Tribunal entiende estos temas y respeta que usted
11 trata de recordarnos lo que nosotros ya sabemos,
12 pero tiene que seguir adelante. Nosotros podemos
13 sacar nuestras propias conclusiones.

14 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

15 Gracias, señor presidente.

16 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

17 Voy a pasar a otro tema.

18 Y ahora voy a concentrarme, señor Abdala,
19 en las cifras de usted.

20 R Muy bien.

21 P Pasamos a la página 44 de su segundo
22 informe, donde está la figura 1. Indíqueme cuando
23 haya llegado allí.

24 R Sí, ya llegué.

25 P En esa tabla usted presenta cuatro

12:20:31 1 columnas. La de la izquierda muestra la deuda
2 soberana de Bolivia de 2012. ¿Y no estaría de
3 acuerdo conmigo en que utilizar esta información
4 sería retrospectivo?

5 R Sí, por eso no la utilizo a efectos de la
6 valuación.

7 P Muy bien.

8 Después hace referencia usted a la
9 indicación de 2010 del profesor Damodaran que usted
10 indicó hace un momento y usted hizo referencia hoy a
11 eso también en la exposición que hizo en la
12 diapositiva número 8, que era de 550.

13 ¿Entiendo yo que 5,5 es la prima por
14 riesgo país de Bolivia según Damodaran en 2010?

15 R Sí. Damodaran tiene una forma indirecta
16 de calcular la prima por riesgo país calculando la
17 calificación crediticia de los diferentes países. Y
18 después tiene una tabla en donde asigna puntos
19 básicos según las calificaciones.

20 Y en 2010 estos 550 puntos básicos que yo
21 informo aquí son los que él consideró correspondían
22 a Bolivia.

23 P Entonces según riesgo país en esa tabla
24 veríamos 5,5.

25 Declara usted eso. ¿No?

12:22:18 1 R Bueno, si usted ve la tabla de Damodaran
2 vería tanto el 0,5 como otra columna que diría 5,5X,
3 que es el multiplicador, en donde Damodaran
4 mostraría ambos resultados.

5 P ¿Cuál de estos dos valores es la prima de
6 riesgo país de Damodaran para Bolivia?

7 R Bueno, el primero, porque evidentemente él
8 se basa en esos criterios. El primero siguen siendo
9 550 puntos básicos. Este es el criterio directo que
10 él tiene según la calificación. Y el margen que
11 asocia la calificación también está establecido
12 allí.

13 P Vamos ahora al separador número 7, que es
14 el C308. Esta es la fuente a la que ambos estamos
15 refiriéndonos. ¿Está conmigo?

16 R Sí.

17 P Ahora bien, el título de esta tabla es
18 Estimación de la prima por riesgo país. Y se trata
19 de la tabla de Damodaran a la que usted estaba
20 haciendo referencia. ¿Verdad?

21 R Sí, es correcto.

22 P Sé que usted quiere hablar de la parte de
23 arriba, pero primero que nada vamos a ver las
24 cifras. Lo que está haciendo Damodaran aquí para
25 varios países en la columna de la izquierda es

12:24:15 1 estimar el riesgo viendo la calificación de ese
2 país. Y después hace un cálculo del margen ajustado
3 que tiene que ver con calcular la deuda soberana del
4 país y su margen frente a la deuda soberana de
5 Estados Unidos. ¿Correcto?

6 R Damodaran básicamente indica aquí todos
7 los países, les asigna una calificación a largo
8 plazo y muestra entonces en la próxima columna la
9 información.

10 Se ve aquí este margen según la deuda
11 soberana de Estados Unidos. No solamente de Estados
12 Unidos, también vemos otros países que tienen
13 calificaciones AAA como Australia y Austria,
14 etcétera.

15 Según Damodaran, aquellos países no tienen
16 prima de riesgo país porque debido a su calificación
17 tienen una mejor calificación. Así que no solamente
18 es Estados Unidos.

19 P Estados Unidos tiene AA. ¿No es cierto?

20 R En 2008 sí.

21 P Así que cuando toma Estados Unidos y
22 cuando toma este margen ajustado, lo que ve es la
23 diferencia. En el caso de Bolivia la deuda soberana
24 de Bolivia y la deuda soberana de Estados Unidos.
25 ¿No es cierto?

12:25:55 1 R No, es la diferencia entre el margen que
2 asigna Damodaran a la calificación de B2 de Bolivia
3 comparada con la calificación 3A.

4 P ¿Y eso es el 5,5?

5 R Correcto.

6 P Y si va a la derecha ver una columna que
7 dice prima por riesgo país. ¿Lo ve?

8 R Sí.

9 P Según Damodaran, la prima por riesgo país
10 para Bolivia en 2010 es 8,25. ¿Correcto?

11 R No, eso no es correcto. Es una conclusión
12 incorrecta porque usted tiene que ver lo que está
13 marcado en amarillo aquí.

14 P En la parte de arriba. ¿No?

15 R Sí, en la parte de arriba. Sí, aquí hay
16 una columna que dice: ¿quiere usted ajustar la prima
17 por riesgo país según la volatilidad adicional del
18 mercado? Eso es lo que le pregunta Damodaran a
19 quien está utilizando esta tabla.

20 Su opinión respecto de cuál es la prima
21 por riesgo país directa sin la aplicación del
22 multiplicador, esa sería la columna que está al lado
23 de la clasificación -- de la calificación a largo
24 plazo.

25 P Pero en la figura 1 usted pone el riesgo

12:27:21 1 país de Bolivia en 5,5 y no dice lo que usted dijo
2 ahora que Damodaran multiplica el 5,5 por 1,5 para
3 poder llegar a 8,25, que según él es la prima por
4 riesgo país de Bolivia.

5 ¿Podríamos decirlo así?

6 R No, usted está equivocado. Yo expliqué en
7 mi segundo informe por qué el 1,5X no debe
8 utilizarse para valuaciones a largo plazo.

9 Cité a Damodaran con sus referencias
10 exactas. También su recomendación de que esto
11 solamente se debe utilizar para efectos valuatorios
12 a corto plazo. Esto no tiene nada que ver con lo
13 que usted acaba de manifestar. Yo le explico esto
14 en mi segundo informe.

15 P ¿El 8,25 como prima por riesgo país para
16 Bolivia se encuentra en su declaración?

17 R No lo encontrará porque esto es una
18 tergiversación de lo que recomienda Damodaran en
19 cuanto a las valuaciones a largo plazo.

20 P Lo que confirmó usted aquí es que la tabla
21 de Damodaran solamente es para las valuaciones a
22 largo plazo. ¿No es cierto?

23 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
24 Objeción. Tergiversa la manifestación del testigo.

25 PRESIDENTE JÚDICE: (Interpretado del inglés)

12:28:36 1 ¿Puede usted reformular su pregunta, por favor?

2 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

3 Su opinión es que la tabla de Damodaran en donde
4 tenemos su aplicación del multiplicador 1,5
5 solamente debe utilizarse para las valuaciones a
6 largo plazo. ¿No es cierto?

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

8 Principalmente esta es la recomendación que surge de
9 las guías que da Damodaran en sus hojas de cálculo
10 cuando habla del multiplicador 1,5.

11 P Pase a la parte de arriba de este
12 documento, que es la parte en la que usted se basa.
13 La primera línea dice: "Para estimar la prima de
14 riesgo país a largo plazo yo comienzo con la
15 calificación del país, me refiero a la estimación de
16 Moody's en cuanto al margen de esa calificación en
17 los bonos de Estados Unidos, del Tesoro, y agrego el
18 margen del riesgo histórico con su prima para
19 basarme en los datos de estimación total."

20 ¿Esta es la oración en la cual usted basó
21 la conclusión de que solamente esto se aplica a
22 valuaciones a largo plazo a las que se aplican este
23 multiplicador?

24 R Esta es una de ellas. Hay citas en las
25 que Damodaran indica que cuando hay que hacer

12:31:01 1 valuaciones a largo plazo la volatilidad relativa
2 parece desaparecer, porque uno esperaría que a largo
3 plazo la volatilidad de los bonos de Estados Unidos
4 frente a los mercados de capital va a converger o no
5 va a estar ya presente.

6 Se trata entonces de una de las citas,
7 como ésta, pero hay también otras citas. Y creo que
8 yo las incluí en mi informe.

9 P ¿Usted está refiriéndose a la volatilidad
10 de largo plazo de las acciones sobre la deuda,
11 digamos, por ejemplo?

12 R Es cierto, sí.

13 P Usted dice que la volatilidad a largo
14 plazo del capital sobre la deuda sería la misma a
15 largo plazo. ¿Sería justo decir eso?

16 R Estaba tratando de resumir lo que indica
17 Damodaran en sus dictámenes.

18 P Ha habido un estudio en Estados Unidos, en
19 el mercado de Estados Unidos, respecto de esa
20 volatilidad relativa.

21 ¿Sabía usted que la relatividad o mejor
22 dicho que la volatilidad de las acciones es 2,6
23 veces más alta que la volatilidad de los bonos en el
24 mercado de Estados Unidos?

25 R Es cierto. Pero esto tiene que ver con

12:32:24 1 cómo uno mide la volatilidad según el momento
2 histórico que esté estableciendo y el marco que
3 usted plantee.

4 Lo que estoy diciendo es que el concepto
5 de Damodaran es el siguiente. Dice: estamos
6 haciendo una valuación teórica de un activo a largo
7 plazo y en este caso él no recomienda agregar un
8 margen adicional porque a largo plazo uno debería
9 esperar algún tipo de convergencia. Esa es la
10 práctica que yo he visto incluso en otros lugares.
11 La mayoría de los profesionales no agregaría ningún
12 tipo de multiplicador, porque cuando uno está
13 valuando activos a largo plazo, es lo que tiene que
14 hacer.

15 Cuando uno tiene activos a más corto
16 plazo, uno puede tener conciencia de estos
17 elementos. Pero en este caso estamos valuando
18 activos a largo plazo.

19 P ¿Su opinión es que no hay más volatilidad
20 en el capital que en la deuda?

21 R No dije eso. Eso depende, pero
22 normalmente uno encuentra más volatilidad en el
23 capital que en los bonos, sí. Hay muchas razones
24 para ello.

25 P Pero en la prima por riesgo país usted no

12:33:42 1 da cuenta en ningún lado de la mayor volatilidad del
2 capital sobre la deuda.

3 R No, no hay que aplicar esto. No es
4 necesario. Usted ya tiene en el WACC componentes
5 que reflejan las demandas de capital por sobre la
6 tasa libre de riesgo. Así que no hace falta agregar
7 ningún tipo de multiplicador a la prima por riesgo
8 país.

9 P Hablábamos de la volatilidad relativa del
10 capital sobre la deuda, y yo le indiqué a usted
11 estudios de Estados Unidos, y usted dijo que depende
12 del período que uno considere. No sé si usted haya
13 visto esto pero Econ One calculó la volatilidad...

14 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
15 Perdón. La calificación de lo que se dijo no fue
16 precisa. El abogado indicó que usted dijo que
17 depende del período que considere. Esta es una
18 simplificación extrema de lo que dijo el doctor
19 Abdala.

20 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
21 No tengo dudas de que el doctor Abdala estará
22 preparado para encontrar cualquier tergiversación
23 que encuentre en mis preguntas.

24 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
25 El Tribunal por supuesto ve la declaración del

12:35:15 1 testigo en vez de los resúmenes que hace el abogado
2 en un Tribunal. Esta es una de mis características.

3 Doctor García: es probablemente bueno que
4 usted no trate de resumir lo que dijo el doctor
5 Abdala salvo que sea absolutamente necesario porque
6 esto puede llegar a confundir las cosas y no va a
7 ayudar y está perdiendo usted su tiempo.

8 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
9 Gracias, señor presidente.

10 Doctor Abdala: cuando usted en respuesta a
11 mi pregunta de la volatilidad relativa dijo que es
12 cierto y esto es algo que uno tiene cuando examina
13 la volatilidad dependiendo de cómo uno mide esto en
14 un marco temporal histórico. ¿Recuerda esa
15 respuesta?

16 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí.

17 P ¿En esa respuesta estaba sugiriendo usted
18 que el cálculo de la volatilidad relativa dependerá
19 del período que uno considere, sí o no?

20 R Sí, cambia mucho respecto del período que
21 uno considere.

22 P Gracias.

23 ¿Sabe usted que de 1928 a 2009 la
24 volatilidad del capital sobre la deuda en Estados
25 Unidos ha sido 6,2 veces mayor?

12:36:37 1 R No he podido verificar ese cálculo, pero
2 puede ser que así sea. No estaría sorprendido de
3 eso.

4 P ¿Sostiene usted que a largo plazo no hay
5 razón alguna para aplicar un multiplicador para la
6 prima de riesgo país para dar cuenta de la
7 diferencia entre la deuda, que es lo que uno mide
8 con la prima de riesgo país y el capital de una
9 empresa para ese país en particular?

10 R Exactamente. Para una evaluación a largo
11 plazo uno no tiene que efectuar ese tipo de ajustes.
12 Todos los riesgos que usted ve tienen que ver con
13 algo que ya está calculado en la prima por riesgo de
14 mercado.

15 Un inversor agregaría al capital una prima
16 para invertir en un país que es menos estable que
17 Estados Unidos o que un país con calificación triple
18 A.

19 El margen en sí muestra esta realidad para
20 las inversiones a largo plazo. Y uno nunca usa un
21 multiplicador. Los expertos y los reguladores muy
22 pocas veces aplican un multiplicador para la medida
23 de un margen de un bono que ya ha quedado capturado
24 o por el sistema de calificación que Damodaran tiene
25 aquí donde dice ajuste antes del margen.

12:38:19 1 P Vamos ahora al párrafo 60 de su segundo
2 informe, está en la página 36. Y vamos a hablar
3 ahora respecto del concepto de la prima por tamaño.

4 Sería justo entonces decir que la prima
5 por tamaño tiene en cuenta el efecto del tamaño de
6 la empresa respecto de los retornos.

7 R La prima por tamaño trata de capturar lo
8 que uno puede llegar a esperar como el riesgo
9 adicional de la inversión en pequeñas empresas. En
10 Estados Unidos en particular las pruebas muestran
11 que en promedio las empresas pequeñas tendrían un
12 retorno mayor que las de las empresas grandes. Por
13 lo tanto se las ve como más riesgosas. Ese es el
14 concepto de la prima por tamaño.

15 Entonces cuando estamos midiendo esto, en
16 realidad hablamos de capturar cuestiones que tienen
17 que ver con el tamaño o estamos capturando cosas que
18 las empresas más pequeñas no pueden tener, como por
19 ejemplo el acceso a los mercados de crédito como
20 tienen las firmas grandes.

21 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
22 Gracias, señor Abdala. Su presentación inicial fue
23 muy clara y comprendemos muy bien su punto.

24 Puede proceder usted.

25 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

12:39:56 1 Gracias, señor presidente.

2 Simplymente, señor Abdala, dijimos que la
3 prima por tamaño en general da cuenta de las
4 cuestiones de iliquidez de los capitales más
5 pequeños.

6 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Yo
7 diría que la liquidez es -- o la iliquidez, mejor
8 dicho, es un factor importante y por eso hay una
9 prima de las pequeñas empresas.

10 P Me parece que esto lo saqué de su informe
11 y esperaba una respuesta más breve.

12 Corrijame si me equivoco, y estoy
13 simplificando, estamos refiriéndonos al hecho que
14 los potenciales compradores de acciones de Google,
15 por ejemplo, son muchos más que los compradores de
16 acciones de una pequeña firma boutique. Y la
17 liquidez de los pequeños inversores en una empresa
18 pequeña demandaría mayor retorno. ¿Lo simplifiqué
19 en forma correcta?

20 R No, de hecho no. Esto tiene que ver con
21 lo que el inversor tiene que hacer cuando ingresa a
22 sale de una inversión de capital en particular de
23 una empresa.

24 Por ejemplo, la inversión en Google es muy
25 buena, porque puede uno comercializarla, puede

12:41:14 1 entrar y salir del mercado sin ningún tipo de costo,
2 con poco costo, mejor dicho, en el mercado.

3 Pero hay muchas empresas que cotizan en
4 Bolsa y que no son tan líquidas o no tienen tantas
5 restricciones.

6 Entonces la prima que uno tiene en cuanto
7 al capital tiene que ver con la posibilidad que
8 tiene uno de entrar o salir en un breve período.
9 Eso es lo que significa básicamente la iliquidez. Es
10 decir -- perdón, la liquidez significa que uno puede
11 entrar o salir en el corto plazo. La iliquidez
12 quiere decir que uno tiene que esperar.

13 P Pase al separador 38. Este es un
14 documento al cual usted hace referencia con el
15 título La prima de riesgo de la empresa pequeña.
16 ¿Lo reconoce?

17 R Sí, lo reconozco.

18 P Pase a la página 9. Esta es una
19 explicación que usted aceptó en lo que es una prima
20 por el tamaño. ¿Correcto?

21 R Solamente es una explicación parcial. No
22 veo el tema de la iliquidez aquí. Es una
23 representación parcial después de haber hablado de
24 empresas grandes, pequeñas. No se habla sobre el
25 aspecto fundamental.

12:43:50 1 P ¿Se habla de esto en alguna parte? Dígame
2 que sí o que no.

3 R Déjeme leerlo, hay cinco viñetas. A ver.
4 No estoy de acuerdo con el punto número 3,
5 por ejemplo, se trata de una generalización. Muchos
6 profesionales dicen aquí nunca aplican un costo más
7 alto del capital para tasar a las empresas más
8 pequeñas a diferencia de las más grandes. Es algo
9 con lo cual no estoy de acuerdo. De hecho, de
10 acuerdo con la investigación más reciente, hay
11 razones para creer que no hay ninguna prima por
12 tamaño. No estoy de acuerdo con el punto número 3.

13 P ¿Del resto? ¿Está de acuerdo con el resto?

14 R Déjemelo leer. Tampoco estoy de acuerdo
15 con el número 4. En el punto número 4 se habla de
16 una tasa de descuento sobre la base de un
17 rendimiento previsto. Eso no es así.

18 Por lo general la tasa de descuentos se
19 relaciona con el costo de capital del sector y el
20 rendimiento previsto podría ser mucho más alto. Esa
21 no es la tasa de descuento para determinar el valor
22 actualizado neto.

23 P Bien. Me da miedo volverle a hacer la
24 pregunta, ¿pero más allá de estas dos hay otra cosa
25 con lo cual no esté de acuerdo en esta diapositiva?

12:45:59 1 R Creo que no.

2 P Pasemos ahora a las conclusiones, página
3 30. Le voy a hacer una vez más la pregunta: ¿hay
4 algo con lo cual usted no esté de acuerdo?

5 R Sí, muchas cosas. Por ejemplo que las
6 empresas más pequeñas tienen un nivel más alto de
7 riesgo que las grandes. Es muy general, muchos
8 estarán de acuerdo, pero también hemos visto algunos
9 datos recientes empíricos y no solamente French y
10 Fama. He leído también otros documentos en los
11 cuales esto se duda. Por esto digo que las pruebas
12 y esto actualmente no llegan a una conclusión real,
13 con lo cual no es una buena idea decir que el
14 rendimiento de las empresas más pequeñas es más
15 alto.

16 Y sí, no estoy de acuerdo con el número 2.
17 Y no leí las demás.

18 P Entonces, dudo sobre la diapositiva 7 en
19 la cual se cita este documento como fuente para su
20 punto de vista en lo que hace a la prima por tamaño,
21 diapositiva 7.

22 Esto es lo que acabamos de considerar,
23 miembros del Tribunal. Y vamos a llegar a ello.

24 Pero usted hace referencia a investigación
25 más reciente y usted se puede fijar a la

12:47:46 1 investigación más reciente que usted cita aquí en la
2 diapositiva número 7, C257. ¿Lo ve, señor?

3 Y puede pasar si quiere directamente al
4 separador 37. Allí va a encontrar el documento.

5 R ¿37?

6 P Este es el documento de Hitchner que usted
7 cita.

8 R Sí.

9 P Me gustaría que se fije en la página 141.
10 Si se fija en el título, dice: El tamaño pequeño
11 importa. O, perdón, es una pregunta. ¿Importa el
12 tamaño? En el tercer renglón después de haber hecho
13 referencia a este debate dice que la mayoría de los
14 analistas acuerdan que debe realizarse un ajuste al
15 hecho de que las entidades pequeñas en el mercado
16 público tienen tasas de rendimiento más altas en
17 términos generales que sus contrapartes.

18 ¿Está o no de acuerdo con esta afirmación?

19 R Ya me perdí.

20 P Si quiere lo -- podemos leer todo el
21 párrafo. ¿Debo repetir mi pregunta?

22 R Sí, por favor.

23 P ¿Está usted de acuerdo en la página 141
24 tercer párrafo, está de acuerdo o no con lo que se
25 dice allí?

12:49:53 1 R No estoy de acuerdo con esta afirmación.
2 De acuerdo con Hitchner algunos analistas no lo usan
3 y la mayoría lo usaría. No es mi experiencia. Y es
4 inusual ver una prima por tamaño, con lo cual no
5 estoy de acuerdo con esto, como que si la mayoría de
6 los analistas lo utilizarían. Estoy en desacuerdo.

7 P Y podemos pasar ahora al separador 7. Ya
8 hemos visto las dos citas y luego se habla de su
9 segundo informe pericial.

10 Y por curiosidad usted incluso en el
11 primer interrogatorio hizo referencia a estos
12 estudios o los estudios de tamaño que se realizan en
13 los Estados Unidos. ¿Si EGSA fuese una empresa
14 estadounidense hubiese aplicado una prima por
15 tamaño?

16 R No, claro que no. Estábamos viendo los
17 datos fundamentales y por eso es que cito estos
18 datos. Cito esto porque dice que por lo general uno
19 ve las condiciones que se ven en las empresas
20 pequeñas que justifican la prima por tamaño. Hay
21 una lista muy prolongada y tomé las más relevantes
22 para mi informe, como en el caso de Guaracachi. No
23 voy a realizar o agregar ninguna prima por tamaño
24 sin analizar los elementos fundamentales
25 independientemente del tamaño de la empresa, si la

12:51:45 1 empresa tiene su sede en los Estados Unidos o en
2 Bolivia.

3 Y en más de 150 valuaciones que hice, yo
4 creo que utilicé solamente prima por tamaño en uno o
5 dos casos y dependieron aquí de grandes temas de
6 liquidez para empresas que realmente exigían esto.
7 Pero de lo contrario casi nunca lo usé.

8 P Deje abierta la diapositiva 7 y pasemos
9 ahora al párrafo 63 de su segundo informe.

10 En el 63 usted dice en un trabajo más
11 reciente, Tarbell 2012 presentó una lista de
12 características de las empresas. ¿Lo quiere
13 corregir?

14 R Sí. Solamente hay un documento de Tarbell
15 al cual hacemos referencia. Eso debiera decir 1999.
16 Y este es el documento de Tarbell al cual hice
17 referencia. Es un error. Y creo que también hay un
18 error al citar la nota de pie de página. Tendría
19 que decir Tarbell 1999 en vez de 2012. Y es la 247,
20 la que estábamos analizando hace unos minutos. En
21 37.

22 P No hay un trabajo más reciente.

23 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): No, es
24 la cita equivocada. Tarbell solamente tiene un
25 informe en 1999. Y vemos algo similar en el

12:53:49 1 artículo de Hitchner que luego vemos en C247. 237,
2 perdón.

3 P Y si da vuelta la página sigue su párrafo
4 y vemos una lista de características y usted indica
5 cinco. Y para que nos quede a todos claro, estas
6 características si se satisfacen exigirían la
7 aplicación de una prima por tamaño, ¿sí o no?

8 R No. No hay una respuesta simple o
9 automática. Estas son las características, entre
10 otras, que acabo de citar y que en mi opinión son
11 las más relevantes. Y uno debiera analizar la
12 diapositiva en la cual uno quiere aplicar cualquier
13 ajuste al flujo de caja o quiere aplicar ajuste a la
14 tasa de descuentos porque no pudo realizar ajustes
15 al flujo de caja.

16 Es un tema de decisión personal y si uno
17 piensa en algunas de las características que se
18 satisfacen, tal vez necesite realizar algún ajuste
19 porque el flujo de caja tal vez no esté reflejado
20 plenamente en estas características, no es algo
21 automático, hay que analizar a la empresa en
22 contexto y de manera plena.

23 P Pero usted opina que si no se cumple nada
24 de esto no aplica una prima por tamaño. ¿Verdad?

25 R Bueno, la opinión es que uno debe hacerse

12:55:27 1 una pregunta, si estas características están
2 presentes. Ante la ausencia de todas ellas, no veo
3 la razón para aplicar una prima por tamaño. Y si
4 una está más o menos presente y las otras no, es
5 tema de decisión. La decisión es si hay algo en el
6 flujo de caja que ya refleje lo que vemos digamos
7 como una empresa. Digamos que la empresa es pequeña
8 y está totalmente expuesta a la volatilidad del
9 mercado, y usted pensaría que eso está reflejado en
10 los flujos de caja o necesito hacer algún ajuste a
11 la tasa de descuento.

12 P Analicemos cada una de estas condiciones.

13 A) usted afirma que en Guaracachi había pocas
14 limitaciones al financiamiento. ¿Sí o no?

15 R Sí.

16 P ¿Es ésta una afirmación vigente al 1° de
17 mayo de 2010?

18 R Sí. Y teniendo en cuenta también la
19 situación de la empresa en ese momento, que se
20 encontraba en el proceso de finalizar la
21 construcción del ciclo combinado.

22 Entonces cuando usted se fija en lo que se
23 espera para el futuro, sí, creo que esta empresa no
24 habría tenido problema alguno para obtener
25 financiamiento con el ciclo combinado en

12:57:04 1 funcionamiento.

2 Yo entiendo que un comprador diligente
3 habría entendido que a 2010 los ingresos del ciclo
4 combinado iban a llegar en los próximos meses, pero
5 todavía no existían. Habría entendido toda
6 restricción específica que habría tenido la empresa
7 en el muy corto plazo para la financiación, y
8 también habría visto el panorama más amplio.

9 P ¿Estuvo usted aquí cuando declaró el señor
10 Blanco?

11 R No.

12 P ¿Vio los documentos que constan en el acta
13 titularidad -- autoría del señor Blanco?

14 R No sé de qué habla. Vi algunos, pero no
15 sé a cuál hace referencia.

16 P ¿Sabe usted que EGSA no tiene acceso al
17 financiamiento internacional más allá de los bancos
18 de desarrollo?

19 R ¿Cuándo?

20 P Escoja una fecha.

21 R Si me da alguna fecha yo le diría...

22 P ¿Qué le parece el 1° de mayo de 2010?

23 R Tiene que decir cuándo, es importante. Lo
24 que usted tiene es que a mayo de 2010 tiene una
25 empresa que se estaba acercando a algunas de las

12:58:29 1 limitaciones en el impacto de la deuda. Tiene las
2 restricciones, con lo cual no estaría en condiciones
3 de recoger mayor deuda a mayo de 2010.

4 Pero por eso es que le digo que hay que
5 analizar la perspectiva a largo plazo.

6 Se tiene que preguntar si lo quiere
7 resolver cuando lleguen los ingresos por el ciclo
8 combinado. ¿Es algo permanente, es algo temporal,
9 cómo se soluciona esta iliquidez?

10 P Esa no fue mi pregunta exactamente. Mi
11 pregunta tenía que ver con el financiamiento
12 internacional. ¿No es verdad que EGSA no contaba
13 con acceso al financiamiento internacional más allá
14 de la CAF?

15 R La CAF era una de las fuentes y luego las
16 otras fuentes quizás eran préstamos nacionales según
17 recuerdo.

18 P ¿Principalmente o todos?

19 R Más allá de la CAF no recuerdo. Quizás
20 usted tenga razón. Tal vez sea a través de la
21 emisión de bonos corporativos en Bolivia, no sé
22 quiénes son los compradores. Pero no sé si había
23 alguna fuente de capital extranjero más allá de esta
24 emisión en 2009 de 20 millones de bonos. No le
25 puedo decir. 24 millones, perdón, de bonos.

13:00:00 1 P Gracias. Le pido disculpas por haber aquí
2 hablado con mis colegas.

3 En el párrafo 63 usted dice que la empresa
4 está sujeta a regulaciones de precios. ¿No es
5 verdad, señor, que las unidades de Guaracachi
6 podrían ser sacadas del mercado porque son menos
7 eficientes incluso con la regulación de precios?

8 R Es verdad como concepto general, pero
9 también que las unidades más pequeñas de Guaracachi
10 son las que estaban sujetas a ese riesgo. Y estas
11 unidades más pequeñas también podrían haber sido
12 actualizadas como ocurrió con Guaracachi en el
13 pasado y como lo haría cualquier generadora.

14 Y la conclusión sobre cuál es la
15 volatilidad esperada del mercado es, ¿se trata de un
16 mercado en el cual los precios fluctúan mucho, es un
17 mercado en el cual tengo incertidumbre marcada para
18 ver si podré o no producir ingresos? Bueno, debido
19 a la situación en Bolivia en 2010, donde Bolivia
20 está trabajando con márgenes de reserva del 10 por
21 ciento, 55 por ciento, perdón, y no se puede llegar
22 a la inversión privada o al menos sería muy difícil,
23 todo comprador diligente habría entendido que las
24 unidades de Guaracachi serían muy necesitadas, con
25 lo cual la incertidumbre en los ingresos no sería

13:01:36 1 motivo de preocupación.

2 P Vamos a volver más adelante al tema de las
3 reservas.

4 El tercer punto en su párrafo 63 es:
5 Guaracachi tenía una trayectoria saludable de pagos
6 de dividendos entre 2005 y 2008 que solamente se
7 suspendió en 2009 para financiar el proyecto de
8 ciclo combinado.

9 ¿Es éste el período correcto hasta el 1°
10 de mayo de 2010 para analizar los dividendos?

11 R El período relevante sería sí en este caso
12 hasta mayo de 2010.

13 P ¿Y no es un hecho que esto sigue hasta dos
14 años antes de la nacionalización, EGSA distribuyó
15 pero no pagó dividendos?

16 R Es verdad, y como digo aquí, que hubo una
17 suspensión en 2009 para financiar el proyecto de
18 ciclo combinado. Lo que estoy diciendo aquí es hay
19 que fijarse en el panorama general. ¿Es ésta una
20 empresa que está ganando dinero que nunca logró
21 pagar dividendos porque tenía tantos problemas con
22 la posibilidad de distribuir dividendos?

23 ¿Estaba en rojo o de qué estamos hablando?
24 Si usted se fija en los antecedentes, los
25 antecedentes son un tanto diferentes.

13:03:09 1 P Y usted dice que dejaron de pagar
2 dividendos en 2009. Estos eran dividendos del año
3 financiero de 2009. ¿Verdad? 2008, perdón.

4 R Sí, entiendo que hubo incluso os años en
5 el cual se declararon un año y medio. No recuerdo
6 exactamente la fecha.

7 Pero en un período se estaba posponiendo
8 el pago de los dividendos a los accionistas.

9 P Y yo creo que tal vez la confusión surja
10 de la página 13, cuadro 2, corrijame si me equivoco.
11 Allí en la página 13 de su segundo dictamen pericial
12 en el cuadro número 2 hace referencia al desempeño
13 financiero de Guaracachi antes de la
14 nacionalización. ¿Lo ve?

15 R Sí.

16 P Y en el segundo renglón de abajo hacia
17 arriba se dice Dividendos pagados. ¿Lo ve?

18 R Sí.

19 P Cuando vemos por ejemplo en 2008
20 dividendos de 8,4 millones de dólares abonados, son
21 dividendos de 2007. ¿Verdad?

22 R Sí, seguramente se trataría de 2007 y se
23 declararon dividendos y se pagaron el año siguiente.
24 Sí.

25 P En este cuadro usted habla sobre elementos

13:04:43 1 de efectivo y no efectivo. ¿Correcto?

2 R No, no. Se dice que los dividendos
3 pagados son los pagados sobre la base de lo que se
4 pagó ese año.

5 P Los activos fijos son un elemento de
6 efectivo. ¿No?

7 R Bueno, fíjese en este cuadro se habla del
8 título equivocado. Correcto, hay elementos de
9 rentabilidad, relaciones de rentabilidad, hojas de
10 balance, activos y capital propio. Balances.

11 Lo que le estoy diciendo es que cada uno
12 de estos elementos tiene el título adecuado.
13 Tenemos la tasa de rentabilidad, balances. Todo
14 esto tiene el título correcto.

15 P ¿Entonces usted está de acuerdo conmigo en
16 que este cuadro mezcla los elementos de efectivo y
17 no efectivo?

18 R Tiene información sobre balances, tiene
19 tasas de rentabilidad y tiene distribución de
20 dividendos según se ve en los estados financieros.

21 P ¿Está de acuerdo que este cuadro incluye
22 elementos de caja y no caja, sí o no?

23 R En el balance se ve que parte de los
24 activos, se habla de parte de esta caja, ¿qué quiere
25 hacer flujos versus acciones? No sé.

13:06:39 1 P ¿Por qué no se fija más allá de 2005? ¿No
2 le parece que hubiese sido pertinente?
3 R ¿Antes de 2005?
4 P Sí.
5 R Cree que esto muestra el desempeño de la
6 inversión de Rurelec un año antes.
7 P ¿Usted recibió todos estados financieros,
8 verdad, de EGSA?
9 R Sí.
10 P Y no incluyó aquí por ejemplo el año 2002,
11 en el cual EGSA informó una pérdida. ¿Verdad?
12 R No, no está aquí informado.
13 P Pero usted reconoce que en 2002 EGSA
14 informó una pérdida.
15 R No lo recuerdo.
16 P Y mientras estamos aquí en esta página
17 estos dividendos pagados incluían los ajustes por
18 inflación llamados UFV en Bolivia.
19 R No. Los dividendos no incluyen estos
20 ajustes por inflación. Los ajustes por inflación
21 tienen que ver con un ajuste de los activos y un
22 ajuste correspondiente en lo que hace a los
23 ingresos. Pero allí pueden decir que ahora que los
24 ingresos le permiten distribuir más dividendos
25 pueden decir que estos dividendos reflejaron la

13:08:00 1 capacidad de distribuir más.

2 Pero los dividendos por supuesto que no
3 están ajustados según la inflación.

4 P Entonces si EGSA -- esta es una pregunta
5 hipotética, si EGSA no hubiese aplicado los ajustes
6 por inflación, ¿podría haber distribuido o pagado
7 los dividendos que vemos aquí en este cuadro 2? ¿Sí
8 o no?

9 R Entiendo que hay restricciones jurídicas
10 en lo que hace a la cantidad de dividendos que
11 pueden aplicar sobre la base de lo que se hizo el
12 año anterior y esto podría modificar su capacidad de
13 declarar el monto de dividendos.

14 P ¿Entonces entiendo que usted tímidamente
15 me dijo sí?

16 R Creo que respondí lo que respondí.

17 P Volviendo al tema que planteamos
18 anteriormente, que era el número 63 de su segundo
19 informe, respecto de la prima por tamaño, pasamos al
20 número 4, en donde usted dice que -4D- en donde
21 usted dice que Guaracachi fue planteada en
22 información externa y fue cubierta por lo menos por
23 dos agencias de calificación crediticia, PCR y Fitch
24 Ratings, ¿lo ve?

25 R Sí lo veo.

13:09:34 1 P ¿Conoce usted alguna otra agencia
2 calificadora que haya cubierto a EGSA?

3 R No.

4 P Cuando usted dice por lo menos usted no
5 tiene ningún indicio de que haya habido alguna otra
6 aparte de las que usted mencionó.

7 R No tengo conocimiento, no.

8 P ¿Debemos quitar entonces "al menos"?

9 R Es una cuestión de estilo. Quizás haya
10 otras, pero según mi investigación estas dos eran
11 las dos únicas que pude encontrar.

12 P ¿Estuvo aquí presente cuando el señor Earl
13 y el señor Blanco explicaron el cambio de Fitch a
14 PCR?

15 R No estaba presente, no.

16 P Así que no sabía usted que estas dos
17 agencias calificadoras no continuaron cubriendo a
18 EGSA sino que solamente una de ellas lo hizo.

19 R Tengo el conocimiento porque yo informé,
20 creo, que hubo un cambio en las agencias
21 calificadoras. Cuando comenzó PCR, Fitch según
22 entiendo yo, ya no estaba brindando sus servicios de
23 cobertura.

24 No sé si en algún momento se habrán
25 superpuesto estas dos agencias, pero entiendo que

13:10:54 1 una reemplazó a la otra.

2 P Y la gestión de Guaracachi estaba
3 compuesta -- había detenido entonces la generación
4 de energía. ¿Diría usted que los programas de EGSA
5 conocían bien el ciclo de proyecto combinado?

6 R Bueno, yo diría que las calificadoras
7 también hablan del tema de la gerencia, y eso es lo
8 que yo básicamente cité.

9 P Voy a pasar a otro tema, así que quizás
10 sea el último tema o el anteúltimo tema.

11 Más o menos voy a tardar media hora en ese
12 tema, así que...

13 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
14 Me lo explica el taquígrafo de forma bastante
15 gráfica que indica que haremos un receso ahora.

16 Estoy seguro de que ustedes conocen el
17 poco tiempo que tenemos y espero entonces que
18 podamos volver aquí dentro de 45 minutos.

19 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
20 ¿Es decir que el receso es de 45 minutos?

21 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
22 Sí, por esta vez es corto el almuerzo.

23 Vamos a empezar a las 2 de la tarde.

24 Señor Abdala: no olvide el mensaje que le
25 transmití anteriormente. Manténgase fuera de

13:12:59 1 contacto con todos los demás. No es bueno almorzar
2 sólo, pero así es.

3 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Voy a
4 comer fuera.

5 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Voy a tratar de utilizar
6 este tiempo para tratar de hacer más breve el
7 interrogatorio en esta tarde.

8 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
9 El Tribunal tiene también algún tipo de
10 restricciones en el tiempo y también los intérpretes
11 y los taquígrafos estarán seguramente muy cansados,
12 así que si tienen en cuenta por favor ambas partes
13 las limitaciones del tiempo, se lo agradecemos
14 muchísimo.

15 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Señor
16 presidente: quizás Martin Doe nos pueda dar una idea
17 de cuáles son los tiempos que nos quedan a cada una
18 de las partes.

19 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
20 Yo creo que usted lo había pasado ayer.

21 SECRETARIO DOE (Interpretado del inglés): Sí,
22 lo comunicamos en el día de ayer.

23 Lo que puedo indicar a las partes en este
24 momento es que el total que tengo yo para la
25 demandante, es decir utilizados por la demandante es

13:14:11 1 9 horas y 35 minutos.

2 Y la demandada se trata de 10 horas y 57
3 minutos.

4 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
5 Así que les queda una hora para todos o para todo,
6 perdón. El Tribunal por supuesto trabajará con
7 ambas partes y les brindará más tiempo si es
8 necesario.

9 (Pausa para el almuerzo.)

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

14:01:40

1

SESIÓN DE LA TARDE

2

PRESIDENTE JÚDICE: Sigamos adelante.

3

SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

4

Muchas gracias, señor presidente.

5

Doctor Abdala: buenas tardes.

6

SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Buenas

7

tardes.

8

P Entiendo que una de sus decisiones en este

9

caso fue tomar un subíndice del IPP para pronosticar

10

los aumentos en los precios futuros de potencia o

11

precio básico por potencia.

12

¿He resumido lo que usted hizo

13

adecuadamente?

14

R Sí.

15

P Gracias.

16

Uno de los problemas con ese índice es que

17

nadie proyecta ese subíndice a futuro, con lo cual

18

tiene que utilizar su propio pronóstico de lo que

19

sería el IPP para el futuro, de manera que pueda

20

aplicar esa tasa de aumento que usted proyecta según

21

el precio básico por potencia. ¿Correcto?

22

R Correcto.

23

P Para dar un contexto a esto, usted sí

24

aplica el IPP general, no quiero decir oficial, pero

25

las proyecciones que existen en el mercado para el

14:04:58 1 IPP como una tasa inflacionaria general en su
2 modelo. ¿Verdad?
3 R Sí.
4 P Y esa tasa de IPP general que utiliza es
5 del 2,5 por ciento anual. ¿Correcto?
6 R 2,5 anual, sí un poquito más baja.
7 P La vi redondeada. ¿Es esto correcto?
8 R Sí, es correcto.
9 P Y en lugar de tomar ese IPP general toma
10 el subíndice de las turbinas y realiza sus propias
11 proyecciones de lo que sería y tiene una tasa
12 inflacionaria de 3,5 por ciento. ¿Correcto?
13 R Sí.
14 P Para ello analiza los valores históricos
15 de ese subíndice del 2000 al 2010. ¿Correcto?
16 R Correcto.
17 P ¿Estuvo usted en la sala cuando el abogado
18 de las demandantes dijo que era bastante obvio que
19 un comprador hipotético de EGSA a la fecha de
20 nacionalización analizaría el crecimiento de las
21 turbinas según el IPP para 2000 a 2010 como usted lo
22 hizo?
23 R Sí, estaba en la sala.
24 P ¿Está usted de acuerdo con esta
25 aseveración por parte del abogado?

14:06:31 1 R Si es obvio o no, no sé. Esa es la
2 decisión que tomé porque al analizar los
3 antecedentes más recientes sobre cómo había
4 aumentado el índice de las turbinas y cuál sería la
5 información que puede prever recibir un comprador
6 diligente en el futuro es verdad que uno puede
7 también analizar más los datos pasados para llegar a
8 la misma inferencia. Y la elección de diez años es
9 porque en este caso en particular pensé que se
10 trataba de algo más relevante.

11 Indicaba más estrechamente la relación
12 entre un sector que ha estado creciendo en
13 participación debido a que la electricidad está
14 creciendo mucho más rápidamente que el PBI, por
15 ejemplo. Y en los últimos diez años esto ha sido
16 más representativo que analizar veinte a treinta
17 años. Y básicamente esta es la justificación.

18 Ahora bien, si es algo muy obvio para
19 todos, al menos esa es la decisión que tomé en ese
20 caso.

21 P ¿Diría usted que es bastante obvio o no?

22 R Ya le dije, yo no diría que es bastante
23 obvio. Hay diferentes evaluaciones, y fue una
24 opción natural para mí, todo el mundo estaría de
25 acuerdo con esto. El doctor Flores está en

14:08:06 1 desacuerdo, y ahí es donde nos encontramos.

2 P Bien. Gracias.

3 ¿Por qué no once años y sí diez?

4 R Diez años es una convención, es lo mismo
5 analizar quince, veinte, treinta años. Uno puede
6 escoger diez años. La justificación es ver qué es
7 lo que ocurrió en la última década, es decir se
8 analiza el aumento en la demanda de la electricidad
9 a diferencia de lo que ocurre en el resto de la
10 economía.

11 P Entonces diez años -- no, a ver, borre
12 eso, usted decide que son diez años, ¿pero sería
13 razonable si alguien toma quince o veinte años?

14 R La razón por la cual escogí diez en lugar
15 de más años es lo que uno ve en general en el uso de
16 la electricidad en comparación con el aumento en los
17 últimos diez años o doce años, algo que seguirá
18 aumentando, y el uso de los diez años es lo que me
19 dio a mí y marco para el análisis.

20 P Pero precisamente es el problema que yo
21 tengo. Es decir, usted toma diez por los últimos
22 diez años, y es allí donde ve un crecimiento
23 específico por ejemplo de la materia prima necesaria
24 para producir turbinas. Entonces si usted analiza
25 específicamente esos diez años, sugiere una tasa más

14:09:42 1 alta de lo que habría calculado si hubiese
2 considerado un período más prolongado.

3 ¿Ve usted la demostración de Econ One?

4 R Bueno, en primer lugar usted indica las
5 materias primas. Pero las materias primas no son lo
6 principal en lo que tiene que ver al crecimiento a
7 una tasa más alta de este índice. Tiene que ver con
8 la economía de la oferta y la demanda. Si usted
9 tiene una demanda más alta de electricidad, tiene
10 una demanda más alta de turbinas y por eso es que
11 los precios comunican un precio más alto en general
12 por la demanda más alta. Y esta demanda más alta es
13 más obvia en los últimos diez que en los últimos
14 treinta años.

15 En los últimos treinta años, si usted toma
16 los últimos treinta años lo puede usar, pero no va a
17 ser tan informativo como lo que usted podría esperar
18 en el futuro si usted analiza antecedentes más
19 recientes.

20 P ¿Estaría usted de acuerdo que el aumento
21 en los precios que tiene en cuenta el PPI de las
22 turbinas -- perdón el IPP de las turbinas tuvo que
23 ver con aumentos también en los precios de los
24 bienes básicos, sí o no?

25 R ¿El precio de los bienes? No...

14:10:59 1 P Sí, bienes. Por ejemplo, cuando hablamos
2 del níquel, el plomo, materia prima.

3 R Puede haber cierta relación estadística
4 entre estas series, pero lo que yo le estoy diciendo
5 es que no se explica necesariamente lo que estoy
6 tratando de decir. Por qué esperaba yo que la
7 dinámica del sector, es decir mayor demanda de
8 electricidad, mayor consumo, podría tener una
9 repercusión en los bienes y servicios.

10 P ¿Estuvo aquí en la sala cuando el señor
11 Lanza explicó el impacto de los aumentos en las
12 materias primas en el precio de las turbinas o no?

13 R No, no estuve en la sala.

14 P ¿Habló con el señor Lanza antes de
15 presentar dos dictámenes periciales?

16 R No.

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

18 ¿Me permite hacerle una pregunta? ¿Es posible saber
19 si usted conocía algún estudio en el que se sumaba
20 la tendencia futura en lo que hace a la demanda de
21 electricidad. Porque usted está hablando de los
22 criterios de la deuda como algo muy importante. ¿Vio
23 usted o sabe usted de algún estudio en lo que hace a
24 las tendencias para el consumo eléctrico en los
25 próximos diez años?

14:12:19 1 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí,
2 usted tiene razón. Debiera haber citado y explicado
3 esto en mi informe. Sí, tengo información sobre por
4 ejemplo la energía, lo cual le dará perspectivas, la
5 energía en E y A y esto le dará, por ejemplo,
6 perspectivas para el consumo eléctrico y el uso
7 eléctrico en el futuro. Pero lo que vemos en
8 general es que en los Estados Unidos y en los otros
9 países el crecimiento del sector eléctrico va más
10 allá del PBI.

11 Por ejemplo, si el PBI crece un 3 por
12 ciento, quizás la demanda eléctrica crecería un 5
13 por ciento o 4,5 por ciento.

14 Anteriormente esta relación también se
15 había visto, pero lo que hemos visto en los últimos
16 años es que debido a una demanda mayor por los
17 bienes eléctricos...

18 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
19 Discúlpeme que lo interrumpa, señor abogado. Creo
20 que es suficiente.

21 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
22 Pase al separador 27, al volumen número 1. Y si no
23 me equivoco, tendría que tener allí un informe -- el
24 primer informe del señor Flores. Es la primera
25 página del separador 27.

14:14:02 1 Si se fija en el gráfico 1, que refleja
2 las turbinas, el gráfico está en la página 11, hasta
3 2011, separador 27, y estamos hablando de las
4 turbinas desde el 99 hasta mayo del 2011.

5 Si usted se fija en este gráfico, ¿acepta
6 que el aumento en el IPP de las turbinas en 2008 y
7 2009 fue excepcionalmente alto, sí o no?

8 R ¿2009?

9 P 2008 y 2009.

10 R Bueno, sí. Comienza a llegar a un pico
11 parcial cuando hablo de la economía de la oferta y
12 la demanda. Por supuesto que es alto en relación
13 con la historia. Usted ve 10 por ciento, 11 por
14 ciento. Y es alto y yo no espero esta brecha con el
15 IPP de los Estados Unidos como algo permanente.
16 Pero obviamente está indicando algo y va más allá de
17 2008 y 2009. 2006, 2007 también tienen -- son años
18 de crecimiento alto.

19 Y luego tenemos ciertos ajustes en 2010
20 donde no es una cifra tan alta. Y tal vez pueda
21 reflejar el hecho que 2009 fue relativamente alto.

22 Pero la dinámica de este sector se está
23 modificando en el sentido que las turbinas son más
24 caras en comparación con los servicios comunes en
25 este sector.

14:15:47 1 P Y el IPP era de 2,5 por ciento en
2 promedio.

3 R No, eso no es correcto, señor. El 2,5 por
4 ciento es el pronóstico para el IPP.

5 P Anteriormente hoy dijo que cuando usted
6 creía que la información posterior a la
7 nacionalización era interesante para este Tribunal,
8 la presentó. Pero nunca le presentó a este Tribunal
9 el concepto que el IPP de las turbinas de 2010 fue
10 de 0,2 por ciento. ¿Verdad?

11 R No, eso es incorrecto. Utilizo 2010 para
12 los fines de llegar a una tasa de crecimiento
13 compuesta media en mi pronóstico.

14 De manera que el 3,5 que utilizo sí
15 incluye plenamente el período de 2010 que usted ve
16 aquí.

17 P ¿Sabe usted que en 2012 las turbinas según
18 el IPP eran menos 0,2?

19 R Sí. Pero solamente me di cuenta después
20 de haber escrito mi primer informe. Y no quiere
21 decir que hubiese cambiado necesariamente mi
22 opinión.

23 P ¿Se dio cuenta usted cuando escribió su
24 segundo informe, verdad?

25 R Sí.

14:17:38 1 P Pero usted no lo mencionó en su informe.
2 R Bueno, ya estaba mencionado en el informe
3 del doctor Flores.
4 P ¿En el primer informe?
5 R No, discúlpeme. Estaba mencionado en el
6 segundo informe de Flores. Pero yo no lo mencioné
7 en el segundo mío.
8 P Para dejarlo en claro y no quiero
9 confundirlo. El segundo informe de Flores es
10 posterior a su informe.
11 R Sí.
12 P Entonces en su segundo informe usted lo
13 sabía pero no le dijo a este Tribunal que las
14 turbinas según el IPP era negativo.
15 ¿Le dijo?
16 R No, no le dije.
17 P Puedo evaluar su índice inflacionario en
18 un período más prolongado para los ingresos por
19 potencia, con lo cual la cifra habría sido inferior
20 a la que utilizó en su modelo, ¿verdad?
21 R Sí, es verdad. Pero esto sería
22 incongruente con la dinámica del sector que acabo de
23 explicar si nos fijamos en los últimos años.
24 P Si usted se fija en el párrafo 125,
25 hablando de la dinámica en su segundo informe,

14:18:58 1 página 66, allí indica que el IPP de las turbinas ha
2 sido sistemáticamente más alto que el IPP de los
3 Estados Unidos. ¿Es esta la tendencia a la cual
4 usted hacía referencia?

5 R No, aquí se compara el promedio anual para
6 el período de treinta años. ¿Verdad? Desde la
7 creación.

8 P Conceptualmente, si el IPP de las turbinas
9 hubiese sido sistemáticamente mayor al IPP de los
10 Estados Unidos, uno prevería que ambos índices se
11 distancien con el tiempo, no volverían al mismo
12 punto en el cual se encontraban inicialmente.
13 ¿Verdad?

14 R No necesitan distanciarse pero sí habría
15 diferentes distancias. Sí tiene razón, aumentaría la
16 diferencia entre ambos.

17 P Si uno aumenta 2,5 y el otro 3,5, van
18 separando con el transcurso del tiempo. ¿Correcto?

19 R Sí.

20 P Si nos fijamos en la página 67 figura 4,
21 esta es la figura que usted incluye para respaldar
22 sus conclusiones de que el IPP de las turbinas que
23 nosotros vemos incluye un aumento sistemático, o sea
24 fue sistemáticamente superior al IPP de los Estados
25 Unidos. ¿Quiere corregirlo?

14:20:36 1 R No, yo creo que aquí se ve la trayectoria.
2 Esta es la trayectoria.

3 P Entonces de 1984, 1983 punto inicial a
4 2007 ambos índices terminaron en el mismo punto.
5 ¿No?

6 R ¿De qué fecha a qué fecha?

7 P Del comienzo de su modelo en 2007
8 terminamos con prácticamente el mismo índice.
9 ¿Verdad?

10 R ¿Hasta 2007? Sí.

11 P ¿Diría usted que un comprador diligente en
12 2007 habría tenido razón en considerar el IPP
13 general para tener en cuenta la inflación de los
14 precios por potencia?

15 R No necesariamente. Usted sí tiene también
16 antecedentes de muchos años o un número considerable
17 de años en el cual el IPP de los Estados Unidos para
18 las turbinas creció más rápidamente que el IPP medio
19 de los Estados Unidos.

20 P Analicemos correctamente este cuadro, si
21 me lo permite. Lo que muestra este cuadro son
22 aumentos porcentuales.

23 R No, es un índice.

24 P Bien.

25 R No es un aumento porcentual.

14:22:06 1 P Entonces usted toma un índice en su modelo
2 y al aplicarle el aumento anual en ese índice
3 calcula el índice del año entrante. ¿Verdad?

4 R ¿Me pregunta nuevamente?

5 P En su cuadro usted toma 100 al comienzo de
6 su modelo y luego tiene un aumento de 2 por ciento,
7 al año siguiente tiene 102. Y si la inflación al
8 año siguiente es cero, sigue con 102. ¿Correcto?

9 R Sí.

10 P Entonces cuando vemos una línea constante
11 quiere decir inflación cero. ¿Correcto?

12 R Sí.

13 P Pero cuando vemos la línea azul, que es el
14 IPP de las turbinas, que prácticamente no se
15 modifica en la década de los 90 hasta finales de
16 2004, con un aumento muy pequeño, esto está
17 creciendo a un índice inferior al IPP de las
18 turbinas que está representado aquí en rojo con un
19 ángulo más pronunciado, y me estoy fijando
20 específicamente en los años que van de mediados de
21 la década de los 90 a mediados de los años después
22 del 2000.

23 R Usted dijo varias cosas. En primer lugar,
24 en algunos años este gráfico parece constante pero
25 es así por la escala que no puede percibir. Es un

14:23:25 1 período de tiempo muy prolongado y sí tiene
2 inflación la mayoría de los años, tanto para la
3 línea en azul como para la línea en rojo.

4 P Tal vez lo confundí, pero en rojo tiene el
5 IPP general.

6 R Sí, correcto. El IPP general.

7 P En este cuadro usted muestra la
8 correlación entre el IPP general y el IPP de las
9 turbinas. ¿Correcto?

10 R No solamente muestro la evolución.

11 P Entonces cuando yo veo correlación de 0,9
12 -- 2, ¿es esto algo que debo tachar?

13 R No, no tiene que tachar nada. Simplemente
14 muestra la evolución.

15 P Y cuando quiere mostrar la evolución se
16 fija en 1983 en adelante. Y solamente para el índice
17 considera diez años. Con ello hay una diferencia
18 fundamental en los resultados. ¿No?

19 R Bueno, sí puede introducir cierta
20 diferencia. Pero si usted se fija en lo que
21 concluí, 1,25, cuando el período de tiempo es más
22 largo en lugar de tener 1 por ciento como brecha
23 entre el IPP de los Estados Unidos y el de las
24 turbinas, va a tener una cifra mucho más baja, que
25 es del 0,7 por ciento.

14:24:44 1 Y yo concluí que esto no es algo que
2 modificase mi dictamen dado que los últimos diez
3 años representan algo que yo prevería para el futuro
4 en lugar de los últimos treinta años.

5 P ¿Realizó el mismo cálculo con la
6 extracción de 2008 y 2009 como los años que eran
7 marcadamente mayores. ¿Por qué?

8 R Precisamente porque la dinámica que le
9 expliqué me permite decir qué es lo que vemos. Algo
10 que puede ser importante aquí son tres años de
11 crecimiento relativamente alto y uno no quiere
12 excluir esa información.

13 P ¿Y no le parecería que hubiese sido
14 interesante que este Tribunal supiese que para con
15 excepción de esos dos años hubo una diferencia
16 histórica entre el IPP general y el IPP de las
17 turbinas de 0,1 punto porcentual?

18 R Yo no estoy de acuerdo con su
19 representación o su descripción como algo
20 excepcionalmente alto.

21 Yo creo que el Tribunal cuenta ya con toda
22 la información que necesita en estos gráficos para
23 analizar el aumento en estos índices.

24 P Y me gustaría que el Tribunal tenga una
25 opinión completa, con lo cual se puede fijar en el

14:26:13 1 separador 42. Es el último separador.

2 Ya le presento esta diapositiva. Esta es
3 su figura 4, doctor Abdala. Y en la línea de puntos
4 tiene el resultado de aplicar el 3,5 por ciento de
5 tasa inflacionaria que utiliza y que se incluye y
6 que se corresponde con su cálculo de las turbinas
7 proyectadas. Y en rojo tiene el IPP histórico, la
8 línea continua. Y en la línea de puntos tiene sus
9 proyecciones de 2,5 por ciento como aumento de
10 precio general que es igual al utilizado por Econ
11 One.

12 ¿Estaría usted de acuerdo conmigo que en
13 esta diapositiva, a diferencia de lo que vimos en su
14 gráfico en la figura número 4, podemos ver como ya
15 le estaba explicando que con sus cifras hay una
16 diferencia sistemáticamente mayor y las dos líneas
17 se desvían marcadamente con el transcurso del tiempo
18 utilizando 3,5, que es lo que se utiliza para
19 calcular las tasas infladas a diferencia del aumento
20 en costos? ¿Es esto correcto?

21 Y puedo separar la pregunta, si así
22 necesita, por tema.

23 R Yo creo que usted está mezclando otros
24 elementos. Usted incorporó costos y no tiene nada
25 que ver con lo que estamos viendo.

14:28:17 1 P Yo entiendo y le pido disculpas. Usted
2 infla el costo en el modelo con un 2,5 por ciento.
3 ¿Verdad?

4 R No, no. Siempre tengo costos diferentes.
5 Hay ciertas categorías de costos que están
6 proyectadas según la inflación. Hay categorías de
7 costos que están infladas con la utilización de las
8 plantas o de las centrales, otras que tienen que ver
9 con el despacho. Otras tienen que ver con ingresos.

10 P Pero cuando usted aumenta los costos según
11 la inflación lo hace con un 2,5 por ciento.

12 R Bueno, en lo que hace a los costos por
13 inflación utilizo, permítame recordar, es el IPP de
14 los Estados Unidos o el IPC de los Estados Unidos.

15 P Pero cuando usted proyecta los ingresos
16 según la inflación utiliza 2,5.

17 R No.

18 P Estamos hablando de precios por capacidad.

19 R Usted mencionó ingresos. Los ingresos en
20 general, y hay diferentes componentes en los
21 ingresos. Para los ingresos por potencia sí, hay un
22 aumento del 3,5 por ciento anual.

23 P ¿Y está usted en desacuerdo con lo que yo
24 le estaba mostrando en este párrafo 42 en lo que
25 hace a ser una descripción precisa de lo que usted

14:29:55 1 está proponiendo en la descripción?

2 R No conté con los cálculos subyacentes pero
3 no estoy en desacuerdo con esta tendencia que usted
4 observaría. No sé si es una representación
5 imprecisa porque no pude verificar este gráfico en
6 particular. Pero sí, como lo mencioné
7 anteriormente, existe la tendencia para que la línea
8 azul vaya más rápido que la roja o tome distancia de
9 la roja.

10 P Debido a la falta de tiempo, quería que se
11 dirija usted a las diapositivas que presentó durante
12 su introducción. Estoy interesado en la 9 por el
13 momento. Allí indica usted, a medida que describe
14 las diferentes muestras de empresas, y después usted
15 utiliza esa información en las diapositivas 10, 11,
16 12 y 13.

17 R Perdón, repítame.

18 P En la 9 usted incluye las empresas que
19 constituyen las barras de los gráficos de las
20 páginas 10, 11, 12 y 13. ¿Correcto?

21 R Aquí se ven los grupos, no las empresas.
22 Aquí tenemos los tres grupos que constituyen en
23 total las 15 empresas.

24 P Sí, los datos subyacentes vienen de
25 Santander.

14:31:54 1 En la 10, 11, 12 y 13 lo que tenemos aquí
2 son datos que provienen de empresas que pertenecen a
3 esos tres grupos. ¿No es cierto?

4 R Sí, ENDESA, Enersis y AES Gener.

5 P Entonces tenemos aquí 11 y no 15, según yo
6 estoy contando aquí, si quiere verificarlo.

7 R ¿De dónde viene su cuenta?

8 P De la diapositiva 9.

9 R ¿De la 9?

10 P ENDESA tiene 4 empresas y Enersis tiene 5.
11 AES Gener tiene 2, son 11 en total.

12 R Tendría que verificar. Podríamos ir al
13 C300 y verificar. Me acuerdo que AES Gener tiene 2.
14 Y ENDESA y Enersis, bueno, tendría que ver el C300.

15 P Pero para que quede claro, cada vez que
16 vemos a ENDESA aquí y la vemos tres veces, tenemos 4
17 empresas. ¿No? Y cada vez que tenemos a Enersis
18 aquí, y que también aparece tres veces, tenemos 5
19 empresas.

20 R No, no, no. Así no es. Entiendo de dónde
21 parte usted. Cada vez que ve a Enersis aquí tiene 5
22 países, pero hay más empresas en un país en
23 particular.

24 Así que lo que tenemos aquí son 5 países,
25 no empresas. 15 son las empresas y 5 son los

14:33:32 1 países.

2 P Todo esto pertenece a tres grupos, ENDESA,
3 Enersis y AES Gener. ¿Correcto?

4 R Sí.

5 P Pase al separador 34, verá allí los
6 informes en donde usted basa estas diapositivas que
7 presentó aquí. Lo que vemos en estas diapositivas
8 es simplemente la opinión de un analista del
9 Santander. ¿Correcto?

10 R Se trata de informes de Santander
11 Investment Bank, diferentes informes con diferentes
12 fechas y diferentes empresas. Es lo que tenemos
13 aquí.

14 P Pero solamente un analista. ¿Correcto?

15 R Disculpe, no. No es solamente un
16 analista. Usted quiere decir que hay sólo un
17 informe de un banco de inversión.

18 P Creo que esto ya ha quedado establecido
19 pero es un banco de inversión, ¿no es cierto?
20 ¿Estaría de acuerdo usted con eso?

21 R Es el mismo banco de inversión. Pero no
22 es el mismo analista, como usted mencionó. Es el
23 mismo banco de inversión.

24 P ¿Estaría de acuerdo conmigo en el sentido
25 de que Enersis es la controlante de ENDESA Chile,

14:35:13 1 que usted tiene aquí en la diapositiva?

2 R ¿De dónde lee usted eso?

3 P Simplemente le pido que me diga según lo
4 que usted sabe. Enersis es la controlante de ENDESA
5 Chile. ¿No es cierto?

6 R ¿En qué momento?

7 P Al momento de estos informes de inversión.

8 R No me acuerdo exactamente.

9 P Entiendo que usted revisó en detalle estos
10 informes.

11 R Sí, sí. Lo hice, pero no recuerdo
12 exactamente si eso es así, si tiene por ejemplo una
13 participación mayoritaria o no.

14 P Vaya a la página 263. Estas páginas no
15 son consecutivas, le informo al Tribunal, así nos
16 dieron esto. Pero seguramente habrá alguna
17 explicación para esto, algunas veces pasa de una
18 página a la otra. Es la 263. Fíjese el párrafo de
19 arriba, es una información que quizás quiera leer
20 conmigo.

21 "Enersis es un grupo de electricidad
22 integrado." Entiendo yo que integrado aquí
23 significa un grupo que trabaja en distribución,
24 generación y transmisión. ¿Es correcto?

25 R Sí, correcto.

14:36:51 1 P Tiene operaciones en Argentina, Brasil,
2 Chile, Colombia y Perú. Enersis tiene estas
3 operaciones allí. ¿Verdad?

4 R Sí.

5 P Y controla 13.748 megawatts de potencia de
6 generación a través de ENDESA Chile. ¿Es correcto?

7 R Sí, correcto.

8 P Es la empresa -- el de grupo de
9 electricidad que cotiza en Bolsa más grande de la
10 región, ¿sí?

11 R Sí. Para esa fecha. Estamos hablando de
12 2008.

13 P Se trata de un informe de octubre de 2010.
14 ¿No es cierto?

15 R Sí. Pero los datos en materia de potencia
16 parecen referirse a 2008.

17 P ¿Entonces este documento no es un
18 documento confiable?

19 R ¿Eso es lo que yo dije?

20 P Okay.

21 ¿Estaría de acuerdo conmigo en que Enersis
22 no tiene nada que ver con EGSA. ¿No es cierto?

23 R Enersis es un grupo más grande. El
24 objetivo de estos informes del banco de inversión es
25 que muestran básicamente los elementos fundamentales

14:38:28 1 de la valuación de cada una de las empresas del
2 grupo. El grupo es objeto de análisis porque el
3 grupo incluye diferentes empresas. Hay empresas
4 dentro del grupo que son más grandes que EGSA,
5 algunas empresas son del mismo tamaño que EGSA. Son
6 las únicas empresas básicamente que cotizan en
7 América Latina como empresas de generación.

8 P Y EGSA no cotiza en Bolsa. ¿No es cierto?

9 R No.

10 P Voy a cambiar de tema, es mi última línea
11 de interrogación. Agradezco la paciencia del
12 Tribunal.

13 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

14 El Tribunal aprecia el interés.

15 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

16 ¿Está de acuerdo conmigo de que como principio la
17 aplicación de políticas o normativas contables
18 pueden llevar a un cambio en las utilidades
19 registradas que no reflejan una ganancia económica?

20 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Bueno,
21 esto puede ser, sí, depende por supuesto de las
22 circunstancias.

23 Desde el punto de vista de las cuestiones
24 impositivas y de contabilidad, los países muchas
25 veces no desean imponer políticas que puedan

14:39:56 1 distorsionar la significancia económica de los
2 estados financieros. Así que potencialmente sí
3 podría suceder eso, pero las autoridades tributarias
4 no quieren que eso suceda.

5 P El DCF examina los flujos de caja y no las
6 utilidades contables. ¿No es cierto?

7 R El DCF siempre mira los flujos de caja.

8 P ¿Y no las utilidades contables?

9 R Bueno, no para el cálculo del valor.
10 Tenemos que tener en cuenta, por ejemplo, otros
11 impuestos que tienen que pagarse y también algunos
12 impuestos que tengan que ver con las utilidades
13 contables, tiene que ver también con la depreciación
14 relativa a las utilidades contables. También puede
15 ser algo que tenga que ver con la relación de pago
16 de los dividendos relativa a una subinformación de
17 las utilidades.

18 P ¿Usted recibió los estados financieros de
19 Rurelec, no es cierto?

20 R Sí.

21 P Y recibió información de parte de las
22 demandantes de carácter financiero y en cuanto a los
23 modelos.

24 R Sí.

25 P ¿Y también de Guaracachi America recibió

14:41:19 1 información de los estados financieros?

2 R No me acuerdo. No me acuerdo.

3 P ¿Usted no pensó que eso era pertinente?

4 R Veamos. No me acuerdo si habíamos visto
5 esto. Creo que esto lo examino en mi primer informe
6 cuando muestro los cambios en la titularidad, y creo
7 que había una relación del cien por ciento. Así que
8 íbamos directamente a Rurelec de las empresas
9 intermediarias. Así que a efectos de la valuación
10 no sé si necesitábamos ir a ver a Guaracachi
11 America. Pero no me acuerdo exactamente.

12 P Bueno. Usted está valuando la empresa de
13 abajo de este organigrama a través de una
14 intermediaria. Así que está mirando las cuentas
15 aquí. ¿No es cierto? De una empresa entonces que
16 era simplemente una empresa ficticia.

17 R Repita la pregunta, por favor.

18 P Usted está valuando la empresa de abajo
19 mediante una intermediaria, así que tiene que
20 examinar las cuentas de la empresa de arriba, ¿y
21 esto significa que la intermediaria era simplemente
22 una ficticia, una empresa ficticia?

23 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):

24 Objeción.

25 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

14:42:57 1 Sí, entiendo lo que va a plantear. Usted está
2 tratando de que el testigo hable de un análisis
3 jurídico.

4 ¿Puede explicarlo un poco mejor, por
5 favor?

6 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

7 Sí, lo voy a explicar en un momento totalmente.

8 Doctor Abdala: si uno examina el valor de
9 las acciones de EGSA en Rurelec sabiendo que
10 Guaracachi America es titular de dichas acciones y
11 que Rurelec es titular de las acciones de Guaracachi
12 America, esto se debe a que no hay ninguna
13 diferencia en el valor entre las acciones -- perdón,
14 esto se debe porque el único activo de Guaracachi
15 America son las acciones de EGSA.

16 R No necesariamente. Lo que yo valúo es el
17 valor de EGSA. Y me pregunto entonces cuál es el
18 valor para Rurelec de esto. Y para ver esto veo la
19 cadena de titularidad y concluyo que dado que es a
20 un cien por ciento, entonces directamente tendría un
21 50,01 por ciento de Rurelec indirectamente respecto
22 de EGSA. Eso es lo que acabo de hacer.

23 P Aparte de las cuentas de Rurelec usted
24 recibió las cuentas de EGSA.

25 R Sí, así fue.

14:44:25 1 P ¿Usted procuró la ayuda de un contador
2 boliviano para interpretar esas cuentas?

3 R No directamente. Teníamos alguna
4 información, y si pensábamos que necesitábamos hacer
5 ese tipo de consulta, seguramente hubiésemos
6 consultado a las demandantes o a aquellos que
7 hubiesen estado más familiarizados con ese tema.
8 Pero no buscamos información directamente de un
9 contador boliviano.

10 P ¿Sabía usted que las cuentas bolivianas
11 incluyen un ajuste por inflación que se llama UFV?

12 R Sí.

13 P ¿Sabía usted que Rurelec consolidó EGSA
14 sin el ajuste por inflación UFV?

15 R No lo recuerdo. No he visto eso.

16 P ¿Usted no vio las cuentas de Rurelec
17 cuando examinó el valor en libros de EGSA?

18 R Cuando uno examina el valor en libros de
19 EGSA no mira las cuentas de Rurelec.

20 P ¿Usted no vio el valor de EGSA que estaba
21 registrado en los libros de Rurelec es lo que está
22 diciendo?

23 R Cuando examiné el valor en libros de EGSA
24 no tenía que ver las cuentas de Rurelec.

25 P Así que no sería pertinente que usted

14:45:52 1 supiese que el valor en libros de EGSA que usted
2 presentó en su informe no es el valor en libros de
3 EGSA en los libros de Rurelec.

4 R Bueno, existe una discrepancia. Usted
5 sabe que tenemos una valuación de activos que sigue
6 por ejemplo el sistema del Reino Unido, y se habla
7 por ejemplo del goodwill. Y sabemos que hay
8 diferencias contables y que Rurelec tiene que
9 mantener las cuentas según las normas del Reino
10 Unido a diferencia de EGSA. Pero no hacía falta ver
11 las cuentas de Rurelec para efectos de esta
12 valuación, en particular a efectos de examinar el
13 valor en libros de EGSA.

14 P Así que usted desestimó el valor de libros
15 de EGSA en su primer informe. ¿No es cierto?

16 R No diría que lo desestimé. Desempeñó un
17 cierto papel en el DCF, pero lo que dije es que el
18 método de examinación del valor en libros no
19 representa típicamente el justo valor de mercado
20 porque no captura el potencial pleno del activo.

21 Lo que yo diría en el caso de Guaracachi
22 es que el ciclo combinado no estaba aún en
23 operaciones, así que esa capacidad de generación de
24 ese activo nuevo no estaba reflejada en los libros.

25 Al comentar respecto de la opinión de

14:47:32 1 Flores lo que digo es lo siguiente: bueno, uno no
2 puede valorar algo en cero cuando tiene un valor
3 significativo en los libros. Debe haber algo que
4 indican los libros que, bueno, si la empresa valiese
5 cero, cero, o los libros estarían totalmente
6 equivocados, que yo no creo que sea el caso en esta
7 situación, o existe un descalce porque
8 definitivamente estos elementos son necesarios para
9 entender la situación.

10 P ¿Sugiere usted que la postura de Bolivia
11 es que el valor en libros de EGSA es cero?

12 R No. Criticaba a la falta de puntos de
13 referencia de Flores no solamente respecto del valor
14 en libros sino también respecto de otros métodos.

15 P Desestimó usted, y lo cito, usted descartó
16 el enfoque del valor en libros en la página 28 de su
17 primer informe. Usted descartó el valor en libros y
18 el enfoque de valor en libros en cuanto a los daños
19 y perjuicios. Y esto es porque el valor en libros
20 es un número que grandemente está determinado por
21 las convenciones de contabilidad.

22 R Sí, así es. Exactamente.

23 P ¿Estaría de acuerdo conmigo entonces en
24 que al examinar los valores en libros uno tiene que
25 tener particularmente en cuenta las diferentes

14:49:31 1 normativas contables de los diferentes países, no es
2 cierto?

3 R Esto depende de qué es lo que uno quiere
4 valorar y con qué fines. Si estamos hablando de un
5 valor de un activo en un país en particular o de una
6 parte en particular que está en otra jurisdicción.

7 P ¿Sería pertinente para este Tribunal ver
8 una referencia en su informe respecto del ajuste por
9 inflación de las cuentas de EGSA?

10 R No creo. La forma en que utilizo el valor
11 en libros es como una referencia de simplemente lo
12 que es. Y si hay algún tipo de examen respecto de
13 cuál es el significado de esas cuentas con ajustes
14 por inflación, eso yo lo representaba en el valor en
15 libros tal y como es.

16 Si uno ve los libros de las empresas, uno
17 ve el capital en pesos bolivianos, uno toma el tipo
18 de cambio a la fecha que está mirando y lo que hace
19 es convertirlo en dólares. Eso exactamente refleja
20 lo que es el valor en libros.

21 P Me queda solamente una pregunta.

22 Usted comenzó su presentación diciendo que
23 la prima por tamaño era el componente más importante
24 de la diferencia que tienen las partes en cuanto a
25 la tasa de descuento. ¿Recuerda eso?

14:51:01 1 R No lo recuerdo. Yo pensé que la
2 diferencia más importante estaba en la tasa de
3 descuento.

4 P Dentro del debate de la tasa de descuento,
5 digo yo, la diferencia más importante es la prima
6 por tamaño que las partes aplican. Esto está en la
7 diapositiva 5.

8 R Sí, debería habérselo dicho.

9 P Se habló también de los factores que tiene
10 la prima por tamaño respecto de la iliquidez
11 respecto de las empresas pequeñas y las grandes.
12 ¿Recuerda eso?

13 R No, pero no es la forma en que usted está
14 describiendo esto. La liquidez es un componente que
15 tiene que tenerse en cuenta y que algunas veces
16 tiene que ver con los grandes retornos que uno ve en
17 las pequeñas empresas frente a las empresas grandes.

18 P Esto me pareció extraño. La forma en que
19 usted lo manifestó es lo que me parece extraño.
20 ¿No?

21 La prima por tamaño está allí para
22 reflejar la iliquidez relativa de los pequeños
23 capitales frente a los grandes capitales.

24 R Sí, podría ser así. Podría reflejar eso,
25 sí.

14:52:29 1 P Pase a la diapositiva 6. Usted hace
2 referencia allí al artículo de Damodaran en 2011 que
3 condena, dice usted, el uso de las primas por
4 tamaño. ¿Lo ve?

5 R Sí, lo veo.

6 P Usted ha puesto solamente un extracto del
7 texto de Damodaran, lo ha cortado este texto. ¿No
8 es cierto?

9 R Sí, solamente presenté esta parte. Hay
10 muchas otras, sí.

11 P Pero usted cortó su conclusión, la
12 conclusión de él en ese artículo. ¿No es cierto?

13 R Vamos a ver.

14 P Está en el separador 36. Sí, es el 36,
15 separador 36. Aquí tiene en su diapositiva usted
16 solamente una parte del último párrafo de ese
17 artículo. Lo invito a leerlo. Después de indicar
18 lo que usted dice en su diapositiva, él dice: Tiene
19 sentido ajustar sus retornos esperados según la
20 liquidez y la capacidad de hacerlo es mejor a medida
21 que uno obtiene más datos en materia de liquidez. Y
22 hay mejores modelos para incorporar esos datos.

23 ¿Ve ese texto?

24 R Sí, lo veo.

25 P ¿Usted no le indicó al Tribunal respecto

14:54:28 1 del hecho de que su diapositiva 6...

2 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

3 ¿Qué párrafo es?

4 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

5 Es la página 2 de 3 del separador 36, y es el último

6 párrafo que usted tiene antes de los comentarios.

7 Esto es parte del blog de Damodaran.

8 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

9 Sí, sí, sí. Ya lo encontré.

10 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

11 Es la última oración del último párrafo, que dice

12 así: Pienso que tiene sentido ajustar sus retornos

13 esperados según la liquidez.

14 ¿Usted no pensó que era pertinente

15 indicarle al Tribunal que usted había quitado la

16 última oración de la conclusión de Damodaran?

17 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): No,

18 porque usted verá que él está hablando de dos cosas

19 diferentes. Está hablando de la liquidez y de la

20 prima por tamaño. Él está diciendo que no está de

21 acuerdo con esos profesionales que simplemente ponen

22 una prima por tamaño así porque sí, sin hacer un

23 análisis de los elementos fundamentales. Es lo que

24 dice.

25 Después dice: En cuanto a la liquidez

14:55:48 1 puede haber alguna posibilidad de ajuste. Pero esos
2 son dos conceptos diferentes. La liquidez, como
3 mencioné, puede ser capturada a través de este tema
4 de las pequeñas empresas. Eso ha sido debatido en
5 la literatura especializada.

6 Usted está capturando la prima por tamaño
7 cuando el tamaño es pequeño. Damodaran no dice que
8 las dos cosas son diferentes. Él dice que en cuanto
9 a la prima por tamaño de empresas pequeñas yo no la
10 utilizo y tampoco me gusta que los analistas la
11 utilicen en forma ciega cuando examinan los
12 elementos fundamentales.

13 En cuanto a la liquidez dice sí, podría
14 haberse ajustado la tasa de descuento. Algunas
15 empresas que son pequeñas pueden tener cuestiones de
16 liquidez y otras no.

17 P Y no hay ninguna referencia en materia de
18 la liquidez en su informe. ¿No es cierto?

19 R Sí. Sí, hay. La liquidez de EGSA digo
20 yo.

21 P No tengo más preguntas, señor presidente.

22 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
23 Le hago una pregunta antes de pasarle la palabra a
24 la contraparte.

25 He escuchado bastantes hablar de la prima

14:57:30 1 por control para evaluar empresas. Ambas partes han
2 desestimado este concepto. Es para que yo entienda
3 mejor las cosas. Quizás esto no sea muy pertinente
4 a este caso, ¿pero en un minuto me puede indicar por
5 qué ambas partes han desestimado este tipo de
6 elemento?

7 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
8 Primero que nada, en el análisis DCF normalmente uno
9 no da cuenta ni agrega nada en materia de prima por
10 tamaño. La forma en que funciona la prima por
11 control tiene que ver con empresas que coticen en
12 Bolsa. Estas empresas representan el valor para los
13 accionistas minoritarios. Pensé respecto de este
14 tema en cuanto a este caso en particular, pero no
15 hice ajustes en las primas por control en los
16 elementos comparables. Normalmente lo hubiese
17 hecho.

18 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
19 Sí, simplemente era para que yo pudiera entender
20 mejor estos temas. Muchas gracias.

21 Adelante, doctor Rubins, tiene usted la
22 palabra.

23 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
24 Necesito treinta segundos simplemente para aclarar
25 un tema, y después podemos comenzar.

14:59:27 1 (Pausa.)

2 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Tengo
3 algunas preguntas, doctor Abdala.

4 El señor García Represa habló del período
5 de proyección de MEC de 2010 a 2018 y del párrafo 72
6 de su primer informe. No hace falta que lo mire
7 ahora. Allí usted examina este período y este
8 diálogo que tuvo usted con el abogado de Bolivia
9 tenía que ver si esto presentaba algún obstáculo
10 técnico. ¿Lo recuerda.?

11 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Lo
12 recuerdo.

13 P Si pudiera pasar por favor al separador 27
14 de la carpeta que tiene ante sí.

15 R Sí.

16 P ¿Puede pasar al párrafo 19 del primer
17 informe de Econ One, donde el doctor Flores habla
18 sobre el período que él utilizó en su informe?
19 ¿Cómo se relaciona ese período con el que utilizó
20 MEC?

21 R Es el mismo: 2010 al 2018.

22 P ¿Entiende usted si hay alguna diferencia
23 entre usted y el señor Flores en lo que hace al
24 período correcto del 2010 al 2018?

25 R No creo.

15:01:42 1 P Se habló mucho sobre la central Rositas, y
2 se le pidió que mirase el separador 2, que es C249.
3 En primer lugar, si usted se fija en la primera
4 página -- en realidad se encuentra en la portada, en
5 la página de la portada. ¿Ve la fecha de este
6 artículo? Si vuelve a la página del título, ahí le
7 dice...

8 R Bueno, ahí dice enero de 2009.

9 P Si pasa a la página 13 ahora...

10 R Sí.

11 P El primer párrafo aquí en la página puede
12 ver donde dice (En español) Ambicioso, etcétera.

13 R Discúlpeme.

14 P (Interpretado del inglés) Abajo en el
15 último párrafo dice (En español) "Un plazo ambicioso
16 para construir la represa, ponerla en
17 funcionamiento, etcétera."

18 R No, comienza con "Un plazo ambicioso,
19 página 13.

20 P No, el párrafo en la página 13 comienza
21 con "Basta ya". Abajo en ese párrafo.

22 R Plazo ambicioso.

23 P Léalo en voz baja.

24 En la segunda columna, el primer párrafo
25 completo que comienza "La prefectura". Y hacia el

15:03:57 1 final de esta oración dice (En español) "Una vez que
2 se determine su factibilidad."

3 R Correcto.

4 P (Interpretado del inglés) Y en último
5 lugar en la página 14 en la primera columna, el
6 último párrafo completo que comienza (En español)
7 "Entre 1972 y 1973." (Interpretado del inglés) ¿Lo
8 ve?

9 R El último párrafo, primera columna. Sí, lo
10 veo.

11 P La sugerencia fue que en la nota de pie de
12 página 127 de su segundo informe, donde usted cita
13 este informe, no había leído en realidad el
14 documento.

15 Me gustaría que comente sobre si estos
16 pasajes se relacionan con la razón por la cual usted
17 incluyó la referencia en el segundo informe.

18 R Me había olvidado completamente sobre
19 esto. Creo que la referencia principal a este
20 documento es solamente para indicar el hecho que
21 este ha sido un proyecto que ya estaba en curso en
22 Bolivia durante un período de tiempo muy prolongado.
23 Y precisamente esta cita que yo tengo en mi
24 documento respalda que de 1972 o 1973 es el período
25 de vigencia del proyecto.

15:05:49 1 Y claramente hay información aquí que le
2 da más datos sobre el proyecto, los antecedentes,
3 así como el interés de Bolivia para llevarlo
4 adelante.

5 Pero el propósito principal de esta
6 presentación es pasar a las referencias de
7 1972-1973.

8 P También hizo referencia al hecho que era
9 conocido al mercado, o sea el mercado ya conocía al
10 1° de mayo de 2010 que iba a necesitar un gasto de
11 32 millones en 2010. ¿Verdad?

12 R Sí.

13 P ¿Lo recuerda?

14 R Sí.

15 P ¿Puede pasar al separador 10? 5, perdón.
16 5. Y este es el POES de 2009-2010.

17 ¿Puede pasar a la página 9, por favor?
18 Este es el cronograma de inversiones requeridas para
19 diferentes proyectos. Encontrará allí a Rositas
20 siete renglones de abajo hacia arriba. ¿Lo ve?

21 R Sí.

22 P Y para la columna de 2010 hay un
23 presupuesto de 32 millones de dólares. ¿Es esto a
24 lo que usted hace referencia?

25 R Sí, estaba diciendo que el plan de

15:07:32 1 noviembre 2009 tenía esta perspectiva de comenzar a
2 invertir dinero en 2010. Pero a mayo de 2010
3 claramente esto no estaba siendo asignado ni
4 presupuestado, y Bolivia no ha estado invirtiendo en
5 ese proyecto en 2010.

6 P Se habló mucho hoy sobre decisiones que se
7 han ido tomando sobre la base de su experiencia. Y
8 yo que creo el Tribunal conozca más su
9 experiencia de valuación que con su experiencia --
10 tenga más información sobre esto que sobre su
11 experiencia en lo que hace al mercado eléctrico.

12 ¿Puede hacer referencia a su experiencia
13 en el mercado eléctrico?

14 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
15 Objeción. Esto escapa al alcance; esta pregunta al
16 escapa al alcance. Tuvieron la oportunidad de hacer
17 este discurso muy ensayado de la grandeza del
18 experto al principio.

19 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
20 Nosotros podemos -- es decir, no pude ver la
21 experiencia del señor Abdala en el campo de la
22 práctica específico, y tampoco -- o sea no estaba
23 informado antes de la audiencia, pero con mis
24 colegas, con mis árbitros ahora realmente lo
25 sabemos, hemos leído sus documentos y le agradezco

15:09:15 1 su esfuerzo, pero nos estamos quedando sin tiempo.

2 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Doctor
3 Abdala: en lo que hace a la valuación del precio
4 justo de mercado de Guaracachi en este caso, ¿cuáles
5 fueron los criterios relevantes para usted a fin de
6 decidir cuál es la información que incorporaría en
7 el modelo y qué información no incorpora en el
8 modelo?

9 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): La
10 parte fundamental es tratar de evaluar cuál habría
11 sido la interpretación de los compradores y
12 vendedores diligentes. No sólo incluye información
13 publicada o no por el CNDC sino también la
14 percepción en lo que hace a lo que es razonable
15 esperar o no para la oferta y la demanda de la
16 electricidad así como otros parámetros que estaban
17 aplicando los compradores y vendedores diligentes en
18 ese momento.

19 P En lo que hace al multiplicador de 1,5, se
20 habló de la relación entre la volatilidad de las
21 acciones a diferencia de los bonos y la prima por
22 riesgo de mercado. Y creo que esta conversación no
23 llegó a su conclusión lógica. Y me gustaría
24 explicar de la manera más breve posible cuál es la
25 importancia de la prima por riesgo del mercado en lo

15:11:04 1 que hace a la importancia en la diferencia de
2 volatilidad entre los bonos y las acciones.

3 R Como lo dije anteriormente, la prima por
4 riesgo del mercado es una prima sobre las tasas sin
5 riesgo de los bonos, entonces usted está tratando de
6 determinar en el sector el riesgo de un
7 inversionista en capital privado que está captando
8 esta prima por riesgo del mercado. Entonces en
9 cierta manera está utilizando un multiplicador sobre
10 un componente separado que es la prima por riesgo
11 país, y tiene el riesgo también de exagerar la prima
12 junto -- que va junto con el valor del capital
13 propio a diferencia de los bonos. Y esa es la razón
14 por la que en la práctica muy inusualmente vemos por
15 qué se está utilizando esto sobre el margen soberano
16 o lo que sea la medida para captar la prima de
17 riesgo país.

18 P Gracias.

19 En lo que hace a los cálculos del profesor
20 Damodaran de la prima por riesgo país en la hoja de
21 cálculo, el señor García Represa sugirió que usted
22 no hizo referencia en su informe a la cifra de 8,5
23 por ciento que resultaría de sumar 1,5 por el
24 multiplicador de los 250 puntos porcentuales. ¿Lo
25 recuerda?

15:12:43 1 R Sí, recuerdo ese intercambio.

2 P Perdón, 550 puntos porcentuales. Me
3 gustaría que abra ese informe en la página 52. 42,
4 perdón. Y me doy cuenta que estos documentos son
5 bastante voluminosos y uno con frecuencia no
6 recuerda qué es lo que escrito allí. Pero si se
7 fija en la nota de pie de página 78, ¿la puede leer
8 en voz baja?

9 R Correcto.

10 P Y esto habla -- aquí usted habla
11 precisamente sobre los 325 puntos porcentuales.
12 ¿Correcto?

13 R Sí.

14 P Usted revisó dos documentos con el señor
15 García Represa en lo que hace a la prima por tamaño.
16 Hablo de más de estos documentos, pero uno de ellos
17 son las diapositivas de Tarbell y el otro es el
18 informe de Hitchner. ¿Recuerda estos dos
19 documentos?

20 R Sí.

21 P Se habló en lo que hace a la fecha de
22 Tarbell, ¿se acuerda la fecha?

23 R Sí, 1999.

24 P ¿Y la fecha de Hitchner?

25 R Si me lo recuerda, creo que sería mejor.

15:14:20 1 P Separador 37. Está en la portada.
2 R 2003.
3 P El estudio de Fama y French al cual usted
4 hace referencia y se concluye que no hay prima por
5 tamaño, ¿cuál es la fecha?
6 R Es un informe de 2012.
7 P Usted habló sobre la liquidez de las
8 acciones, y según entiendo esto también desempeña
9 una función para explicar algunos de los estudios en
10 los que se sugiere una prima por tamaño. Y lo que
11 me gustaría comprender es lo siguiente, el tema de
12 la liquidez de las acciones, cuál es la relevancia
13 que tienen con la valuación a largo plazo.
14 R La relevancia para la valuación a largo
15 plazo...
16 P Lo que quiero decir es lo siguiente. En
17 este caso usted está analizando no la compra y la
18 venta en el mercado de acciones sino comprar en una
19 empresa para recibir flujos de caja.
20 R Por lo general no hay ajustes según el
21 análisis de DCF en relación con un activo, una
22 valuación de activos a largo plazo.
23 Uno sí puede ver que si uno puede salir y
24 entrar más fácilmente que otras empresas, algunos
25 inversionistas pueden asignarle más valor a eso. No

15:16:18 1 se está asignando una prima al riesgo sino al valor.
2 Quiere decir que es más valioso ser participante en
3 una empresa que cotiza en Bolsa que una que no
4 cotiza en Bolsa. Y esta es una de las maneras de
5 considerarlo.

6 P Se le pidió que se fijase en algunos
7 gráficos del segundo informe de Econ One, gráfico 1,
8 cuadro 4.

9 R ¿En qué página?

10 P Ya le digo en un minuto. Página 63 del
11 segundo informe. Este es el informe de Econ One
12 segundo.

13 R ¿Y en qué separador estaba esto? ¿32?

14 P 30.

15 Usted analizó el cuadro 4 y el gráfico 1 y
16 se le hicieron preguntas, y me parece que usted
17 quería comentar sobre algo que tiene que ver con el
18 4,1 por ciento que se ve en el gráfico y el
19 resultado en el cuadro. ¿Quiere hacer un
20 comentario? 4,2 por ciento, perdón.

21 R Sí, quería decir que hay un problema con
22 las etiquetas. Es 4,2 y 4,2 que vi aquí en el
23 gráfico. Uno tiene que ver con 2009, 2010. Y esto
24 tiene que ver también con el informe de agosto del
25 2009 que ven en el cuadro 4. Y es el mismo

15:18:35 1 comentario para ese gráfico que muestra la prima por
2 el riesgo del capital propio. Y no hay razón para
3 ignorar esta información sobre 2010. Y por esto es
4 que se acerca más a la fecha de valuación que agosto
5 de 2009. Estos documentos son relevantes en mi
6 opinión de manera que uno puede determinar si hay o
7 no puntos de referencia en empresas generadoras de
8 América Latina.

9 P En lo que hace a los créditos de carbono,
10 el abogado le indicó que usted debiera haber tenido
11 en cuenta una disminución en el valor de los
12 créditos de carbono después de la nacionalización.

13 Usted revisó el informe de Econ One. ¿El
14 doctor Flores le hizo algún comentario al respecto?

15 R No, no creo que el doctor Flores haya
16 hablado sobre eso.

17 P La diapositiva 9 en la presentación. Se
18 le hicieron algunas preguntas sobre esta diapositiva
19 en la cual se sugiere que la cantidad de empresas no
20 era representativa o algo por el estilo.

21 ¿Podría explicar en treinta segundos o
22 menos cuál fue la idea detrás de esta diapositiva?

23 R Bueno, el objetivo de esta diapositiva es
24 analizar la información de las únicas 15 empresas
25 que cotizan en Bolsa de América Latina y cómo por

15:20:32 1 ejemplo el informe del Banco Santander tiene
2 diferentes momentos, algunos más cerca de la fecha
3 de valuación y allí se estableció una prima por
4 riesgo país. Y la prima por riesgo país que se
5 observa en la primera columna de los números es muy
6 similar al margen EMBI de estos cinco países
7 representados por el margen de los bonos soberanos
8 sin ajuste alguno multiplicador, incluido en el
9 cálculo del costo de capital.

10 P Gracias, doctor Abdala.

11 No tengo preguntas adicionales.

12 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

13 Gracias.

14 Doctor Conthe: tiene la palabra.

15 Estoy tan preocupado por su tiempo que no
16 le di la palabra.

17 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

18 ¿Puede fijarse en el separador 2? Este es el
19 artículo de Rositas al cual le pedí que hiciera
20 referencia. Y usted realizó un ejercicio de lectura
21 con mi colega y me gustaría que lo terminara.
22 ¿Puede pasar a la página 14 de ese documento? ¿Lo
23 tiene?

24 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí.

25 P ¿Se puede fijar en el último párrafo, el

15:22:09 1 último? Si tiene alguna duda, lo puede leer en voz
2 alta en español. (En español) "Es más factible que
3 en treinta años porque el mercado eléctrico se
4 amplió puesto que antes era el doble de la demanda
5 ahora cuando entre será la tercera parte"
6 (Interpretado del inglés) ¿Lo vio?

7 R Sí.

8 P ¿Lo consideró en su informe?

9 R Este sería un gran proyecto para la región
10 de Bolivia y de Santa Cruz y el tema es cómo llegar
11 allí, cómo se financia para garantizar que ocurra
12 una vez que ha estado ya en estos gráficos durante
13 tanto tiempo y si se lo puede tener en cuenta como
14 un ingreso viable para 2018 o 2019.

15 P Entiendo entonces que usted está diciendo
16 que los documentos que se acercan más a la fecha de
17 valuación incluso después de la fecha de valuación
18 son pertinentes, ¿sí o no?

19 R ¿Me lo dice una vez más?

20 P Estábamos hablando sobre los informes de
21 la banca de inversión y usted no está de acuerdo con
22 que Econ One utilice el único informe de la banca de
23 inversión antes de la nacionalización que usted
24 presentó.

25 Y usted criticó que hay informes de 2010,

15:23:49 1 si bien son posteriores a la fecha de
2 nacionalización, que podrían ser relevantes.
3 ¿Entiendo entonces correctamente que usted entiende
4 la relevancia de aquellos documentos creados después
5 de la fecha de nacionalización, sí o no?

6 R Sí. Algunos documentos posteriores pueden
7 ser relevantes, como lo mencioné anteriormente. No
8 sólo para los fines de la valuación sino también
9 para establecer un punto de referencia. En lo que
10 hace a la banca de inversión, estos son informes que
11 yo cito.

12 P Muy bien. Muchas gracias, señor Abdala.

13 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
14 Doctor Conthe.

15 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
16 Permítame comenzar con una pregunta teórica
17 metodológica que es importante para este caso. Y
18 para dejarlo claro y en el caso que Corea del Norte
19 se encuentra en la primera etapa de muchos diarios,
20 digamos que Corea del Norte nacionalizase muchas
21 empresas en Corea del Sur y usted tuviese que
22 valorar muchas de estas empresas, tasar estas
23 empresas, mirar a futuro y tratar de calcular el
24 valor actualizado neto de esta empresa. ¿Necesita
25 un caso contrafáctico, es decir comparar el futuro?

15:25:11 1 Como experto, ¿consideraría que Corea del
2 Sur es independiente o está ahora controlada por un
3 Gobierno intervencionista?

4 Yo le voy a explicar después de escuchar
5 su respuesta por qué esto es pertinente.

6 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Por
7 cierto en su caso hipotético tendría en cuenta cómo
8 Corea del Norte finalmente desempeñaría una función
9 para permitir que empresas privadas reciban
10 ingresos, y finalmente ganancias.

11 Usted está hablando sobre una situación de
12 mercado única para este inversionista que llega a un
13 país en el cual hay expectativas de un grado mucho
14 más alto de intervención.

15 COÁRBITRO CONTHE: (Interpretado del inglés)
16 Desde el punto de vista de la metodología esto da
17 lugar a una pregunta. Sería una profecía de alto
18 cumplimiento si de repente su prima por riesgo de
19 mercado llega a mil, automáticamente las inversiones
20 perderían valor. Por eso es que en teoría usted
21 tiene que considerar una situación contrafáctica en
22 la cual algo muy cerca de la continuidad de las
23 condiciones actuales pueda persistir.

24 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Bueno,
25 depende de la variable de control que usted utiliza.

15:26:45 1 En ese ejemplo específico sería: deme el valor,
2 doctor Abdala, de lo que sería esta inversión ante
3 la falta de la nacionalización. Y la diferencia
4 sería totalmente diferente porque habría una
5 situación contrafáctica con continuidad de lo que
6 teníamos antes.

7 En el caso de EGSA, en esa situación
8 contrafáctica entiendo una situación en la cual
9 Guaracachi no se expropia, pero no estoy controlando
10 por ejemplo otros casos de expropiación de Bolivia o
11 introduciendo controles. Y gran parte del sector
12 eléctrico en este momento está en manos del Estado.

13 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
14 Sí, pero su enfoque parece estar de acuerdo con mi
15 opinión que no hay que tener en cuenta el cambio en
16 circunstancias en la medida en que usted considera
17 la prima por riesgo de mercado independientemente
18 del régimen político, por así decirlo, sobre la base
19 de un índice compuesto de economías emergentes. Y
20 usted por supuesto tiene en cuenta los famosos
21 documentos del profesor Damodaran.

22 Pero esta mañana cuando usted realizó la
23 presentación inicial sobre potencia y cuando habló
24 sobre el proyecto de Rositas, ya estaba diciendo que
25 en la medida en que el clima ahora será menos viable

15:28:11 1 para las inversiones extranjeras, la potencia
2 crecerá menos, los precios seguirán siendo altos y
3 es bastante difícil financiar Rositas.

4 Cuando usted llega a esto, ¿ya consideró
5 el cambio de un enfoque muy viable del mercado en la
6 década de los 90 hasta esta época del Gobierno de
7 Morales y esta nueva política en relación con las
8 inversiones?

9 En mi opinión, esto no es totalmente
10 congruente. Usted sigue como era el país antes,
11 pero en lo que hace a la potencia y al precio tiene
12 en cuenta usted un entorno menos positivo para las
13 inversiones extranjeras.

14 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Yo no
15 establezco una diferencia entre cuál es el grado de
16 positividad del mercado o si hay algún componente en
17 la prima por riesgo del mercado que tiene que ver
18 con la nacionalización. Yo no introduzco controles
19 al respecto.

20 Pero en lo que hace a las nuevas
21 inversiones en potencia, hay que tener en cuenta que
22 ahora en principio, al menos a 2010, el Estado de
23 Bolivia podría ser el único previsible para realizar
24 una inversión. Pero no estoy diciendo que sea más
25 positivo o negativo. Es simplemente una fuente de

15:29:34 1 inversión.

2 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):

3 Otro tiene que ver con la rentabilidad prevista
4 sobre el capital propio, una de las medidas según
5 las encuestas y las consultas con los
6 inversionistas. Y el señor Flores en su segundo
7 informe también habló sobre este tema. Y el señor
8 Earl como jefe de Rurelec y (inaudible) claramente
9 dicen que en una economía como la de Bolivia allí se
10 esperaría una rentabilidad mínima del 20 por ciento
11 sobre el capital.

12 ¿Cómo se compara con su propia valuación
13 del 45 por ciento? ¿Esta brecha no es demasiado
14 pronunciada entre lo que usted usa como rentabilidad
15 prevista y lo que utiliza el jefe mismo de Rurelec
16 en lo que hace a Sudáfrica?

17 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

18 Excelente pregunta.

19 La diferencia está en el concepto, es
20 decir qué es el 20 y qué es el 14.

21 El 20 por ciento es la aspiración de lo
22 que un inversor puede llegar a plantear antes de
23 invertir. Va a decir: bueno, no voy a invertir en
24 Bolivia si no obtengo un 20 por ciento esperado.

25 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):

15:30:57 1 ¿Sobre el capital?

2 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Sí,
3 sobre el capital.

4 El 14 por ciento es diferente. El 14 por
5 ciento es el costo del capital de la industria, es
6 decir la tasa competitiva a la cual todos los
7 inversores según la información completa que tienen
8 y en un escenario de competencia podrían valorar los
9 activos, porque ese es el costo del capital. Pueden
10 obtener fondos al 14 por ciento. En un entorno
11 competitivo aceptarían ese 14 por ciento como la
12 tasa de retorno normal de esa industria.

13 Si uno tuviese que organizar una subasta,
14 esa es la tasa de descuento que debe utilizarse.

15 Como ustedes saben, la tasa umbral o la
16 tasa de referencia puede ser más alta que el 14 por
17 ciento. Uno puede decir, bueno, puedo querer tener
18 un retorno sobre el 20 por ciento, así que el
19 inversor no va a hacer la valuación del activo al 14
20 por ciento, porque va a decir, bueno, no voy a
21 obtener ese tipo de retorno. Por lo tanto no voy a
22 invertir. Eso está muy bien en esa decisión en
23 particular. Pero si uno supone a efectos de una
24 valuación justa del mercado el hecho de que habrá
25 más de un comprador dispuesto, quizás pueda pagar

15:32:21 1 los dólares que tenga que pagar con un costo del
2 capital del 14 por ciento.

3 Entonces cuando uno hace una evaluación
4 sobre la base de valor justo de mercado, hay que
5 hacer una diferencia entre el costo del capital en
6 la industria frente a un umbral particular que pueda
7 tener el inversor individual.

8 Damodaran muestra muy bien la evidencia de
9 las diferencias que existen entre la aspiración de
10 estos umbrales del inversor ex ante y ex post. Uno
11 normalmente encontraría que así podemos ingresar,
12 podemos llegar a esperar ganar 20, pero si el
13 mercado es competitivo, uno quizás obtenga solamente
14 un 14 o un 15 o un 12. Esto depende del mercado.

15 En los mercados competitivos uno muchas
16 veces gana la tasa normal de retorno porque si no
17 todo el mundo ganaría muchísimo dinero y todo el
18 mundo entonces ganaría mucho dinero.

19 En algunos proyectos en particular quizás
20 uno tenga suerte, las cosas le salgan en forma
21 barata y tenga un 20 o un 25 por ciento si no
22 termine con un 20 por ciento.

23 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
24 Señor Abdala: por favor le pido que sea más breve en
25 su respuesta. Lo que usted está diciendo es muy

15:33:42 1 interesante pero tenemos muy poco tiempo.

2 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):

3 Este tema es clave para mí. Hablaba yo de TIR ex
4 ante. Si lo entendí correctamente, usted quiso
5 decir que el 14 por ciento según su cálculo y el 20
6 por ciento de lo indicado por Earl son comparables.
7 Pero esencialmente está diciendo usted que Earl
8 sería demasiado conservador y que en el mercado
9 habría otro inversor que estaría dispuesto a ir más
10 abajo de lo que indica mi historial.

11 Así que la segunda vez el señor Earl no
12 podría obtener la empresa porque quedaría fuera de
13 la competencia porque habría alguien más que
14 propondría una TIR más baja.

15 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

16 Exactamente. Es exactamente así. Lo entendió
17 correctamente.

18 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés): Me
19 parece extraño pero voy a reflexionar respecto de
20 este tema.

21 En cuanto al tema de la tasa de descuento,
22 que es otro tema distinto, pasemos a la diapositiva
23 número 14 de esta mañana. Esto me pareció
24 interesante. Esta mañana, hasta escucharlo a usted,
25 siempre entendí yo que la tasa de descuento

15:34:52 1 implícita utilizada por las autoridades bolivianas
2 cuando transformaron en anualidad el precio de la
3 turbina, era un 12 por ciento nominal. Pero aquí
4 usted dice claramente que se trata de un 12 por
5 ciento real más la inflación, lo cual representa
6 aproximadamente un 14,5 por ciento.

7 Las autoridades bolivianas en el pasado
8 trataron de utilizar tasas de descuento para
9 proyectos de varios años, como por ejemplo una
10 turbina que se implementa para varios años. Pero
11 usted dice que la tasa de descuento normalmente en
12 general es 14,5 por ciento, lo cual es un punto
13 medio entre su propia valuación y otras valuaciones.

14 ¿Pero qué pasa con las tasas de descuento
15 de otros distribuidores en Bolivia? ¿Las
16 autoridades bolivianas aplicaron una tasa de
17 descuento similar para calcular la remuneración de
18 los distribuidores?

19 R Sí, a efectos de las revisiones tarifarias
20 en el sector eléctrico. Utilizaron una de 10.10 por
21 ciento por lo menos de 2007 a 2011. La cambiaban
22 más o menos cada cuatro años y entendí yo que era
23 más o menos una tasa de entre el 10 y el 11 por
24 ciento. Esto para la distribución y a efectos de
25 revisión tarifaria.

15:36:31 1 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
2 Pasemos ahora a otra diferencia entre usted y el
3 señor Flores.

4 Usted considera una estructura de capital
5 óptima en donde el señor Flores indica otra cosa.

6 Guaracachi estaba siendo objeto de una
7 ratio del 0,7 según la CAF.

8 ¿Por qué entiende usted que hay tanta
9 diferencia? Me sorprendió la referencia en el
10 informe de Flores en cuanto al 0,5 por ciento como
11 punto de estructura del capital en Estados Unidos.
12 ¿Por qué hay esta brecha entre la estructura de
13 capital de usted en Estados Unidos y la de Econ One?

14 R La diferencia principal tiene que ver con
15 la muestra que nosotros estamos utilizando. Tiene
16 que ver con la relación entre deuda de capital, que
17 incluye más o menos a 40 empresas. En el código SIC
18 para la generación de electricidad el doctor Flores
19 examina cinco empresas. Es un muestreo mucho más
20 pequeño, mucho más específico que él obtiene de
21 otras fuentes.

22 En mi informe, en el segundo, yo indico
23 que esa elección es muy estrecha y que una de esas
24 cuatro empresas no es un buen elemento de
25 comparación. Es un muestreo muy pequeño que no

15:38:38 1 solamente tiene el efecto de tener una relación
2 deuda/capital muy bajo, sino que también tiene un
3 beta muy alto. Esto explica las diferencias.

4 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
5 Voy a hablar de las turbinas ahora, ¿hay alguna
6 barrera al ingreso al mercado para la manufactura de
7 turbinas? Con el tiempo uno considera que las
8 turbinas van a ser cada vez más caras en términos
9 reales.

10 Según su lógica, la que usted aplica al
11 sector eléctrico en una economía de mercado, los
12 nuevos ingresantes al mercado harían que el precio
13 baje.

14 ¿Qué lógica aplica usted para esperar ese
15 tipo de tendencia continua para que las turbinas
16 cada vez sean más caras frente a los otros bienes en
17 la economía?

18 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
19 Entiendo que esta valuación es de largo plazo en
20 este caso. La justificación que yo aplico tiene que
21 ver con que va a haber mucha demanda en general.
22 Cuando uno tiene mucha demanda, más demanda que en
23 el resto de los bienes y servicios, uno espera que
24 un producto en particular se encarezca. Esto no
25 significa que el sector no es competitivo, yo no veo

15:39:55 1 ningún tipo de barreras al ingreso en el negocio de
2 las turbinas. Se trata de un sector competitivo.

3 Si hay cada vez más demanda, el aumento de
4 precios puede ser superior al del resto de los
5 bienes de la economía.

6 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
7 ¿Pero el proveedor no reaccionaría a estos aumentos
8 a la demanda? En una economía de mercado si sube la
9 oferta, sube la demanda también. No veo
10 necesariamente por qué los precios tienen que sufrir
11 en términos reales simplemente debido a un aumento
12 en la demanda.

13 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
14 Probablemente esto depende de cuánto tiempo se
15 ajuste el elemento dinámico de la cuestión. Pero
16 probablemente usted tiene razón. Quizás no haya tal
17 diferencia.

18 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés): No
19 quiero cansar a mis colegas, pero hay un párrafo en
20 su informe que yo en realidad no entendí y tal vez
21 otros no lo hayan entendido tampoco. Es el párrafo
22 90 de su segundo informe. Se trata del sesgo de
23 supervivencia, y usted utiliza una media aritmética.
24 Usted corrige este sesgo, lo cual quedaría agravado
25 si usted utilizara una media geométrica como hace el

15:41:17 1 señor Flores en su informe. No entendí muy bien su
2 justificación, se trata del párrafo 90 de su segundo
3 informe.

4 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): Vamos
5 a leerlo nuevamente y voy a tratar de recordar
6 exactamente de qué se trata. Estamos citando de un
7 estudio de Koller, y estoy hablando del tema de que
8 la media aritmética puede tener uno o dos puntos
9 porcentuales que incluye un sesgo por supervivencia.

10 COÁRBITRO CONTHE: (Interpretado del inglés)
11 No se preocupe. Le voy a hacer la misma pregunta al
12 doctor Flores.

13 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):
14 Básicamente dice que a diferencia de la media
15 geométrica, la media aritmética captura el hecho de
16 que estamos examinando aquellas empresas que han
17 sobrevivido en vez de ver todo el espectro de
18 empresas.

19 Cuando uno va de un punto al otro y ve qué
20 sucedió en el medio con los retornos, uno no tiene
21 el mismo sesgo que si uno examina solamente la media
22 aritmética.

23 La media aritmética lleva aproximadamente
24 un año al otro. Por ejemplo podemos ir de 1928 a
25 2010. Entonces computando la media aritmética para

15:43:20 1 cada uno de los años, vemos cuáles son los retornos
2 que quedan capturados. Los elementos observables
3 son solamente los que pertenecen a las empresas que
4 sobreviven en el mercado.

5 Así que si uno está tomando la media
6 geométrica, uno solamente comienza en 1928 y llega
7 en 2010, pero termina con dos observaciones que no
8 tienen el sesgo en el medio.

9 COÁRBITRO CONTHE (Interpretado del inglés):
10 Usted quiere decir que la media geométrica computa
11 otros elementos.

12 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés): No es
13 un efecto de composición, simplemente es utilizar
14 datos de año por año. Estoy examinando exactamente
15 cuáles son las empresas que sobreviven
16 específicamente. Entonces tenemos un conjunto de
17 datos del año 1 al año 20 y en la media aritmética
18 esto no sucede de esa forma.

19 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
20 Para peritos como usted, e incluso para los
21 abogados, e incluso para los árbitros, la
22 congruencia es un punto importante. Me di cuenta de
23 que se habían brindado algunos ejemplos y existía
24 una incongruencia aparente entre algunas
25 valuaciones, comentarios u opiniones de su parte y

15:44:53 1 de Compass Lexecon frente a otros casos.

2 No quiero que hable usted mucho respecto
3 de su trayectoria ni tampoco de la de Compass
4 Lexecon. En un minuto deme algunas razones para
5 justificar estas incongruencias. O quizás usted no
6 quiera decir nada más, simplemente diga que este no
7 es el caso.

8 SEÑOR ABDALA (Interpretado del inglés):

9 Primero que nada, no hay incongruencia en los
10 documentos. En segundo lugar, Compass Lexecon es
11 una gran entidad, así que no se puede esperar
12 congruencia porque tenemos muchos peritos y tienen
13 diferentes opiniones en cuanto a diferentes temas.

14 El caso que se indicó aquí era del
15 profesor Spiller y la referencia que se hizo a la
16 inclusión de prima de tamaño en el caso de Guatemala
17 sobre ferrocarriles.

18 Esa empresa tenía un historial de
19 utilidades negativas durante siete años y solamente
20 operaba en activos inmobiliarios y servicios que
21 estaban en competencia. Y esto no iba a poder ser
22 modificado. Hay diferencias que son específicas
23 según los casos. Podría seguir explicándole esto
24 más.

25 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

15:46:16 1 No tenemos más preguntas. Señor Abdala, muchas
2 gracias por su cooperación.

3 Puede usted quedarse aquí, como usted ya
4 lo sabe.

5 Vamos a hacer un breve receso de quince
6 minutos, como siempre. Y después el doctor Flores
7 va a hacer uso de la palabra, pero será el último y
8 no el menos importante.

9 INTERROGATORIO AL PERITO DANIEL FLORES

10 PRESIDENTE JÚDICE: Doctor Silva Romero:
11 ¿ahora es posible?

12 SEÑOR SILVA ROMERO: Perfecto. Gracias,
13 presidente.

14 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
15 ¿Es posible comenzar, doctor Rubins?

16 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Sí,
17 gracias, señor presidente.

18 PRESIDENTE JÚDICE: Buenas tardes, doctor
19 Flores.

20 SEÑOR FLORES: Buenas tardes.

21 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias por estar
22 aquí para ayudar al Tribunal con sus reflexiones.

23 Entonces tiene que dar su identificación y
24 después leer, si está de acuerdo, la hoja de papel
25 que tiene enfrente a usted.

16:06:05 1 SEÑOR FLORES: Soy Daniel Flores, trabajo en
2 Econ One.

3 Y declaro solemnemente sobre mi honor y
4 conciencia que diré la verdad, toda la verdad y nada
5 más que la verdad. Y mi declaración será conforme a
6 mi leal saber y entender.

7 PRESIDENTE JÚDICE: Muy bien. Entonces ahora
8 creo que tiene un Power Point para presentarnos.

9 SEÑOR FLORES: Correcto.

10 PRESIDENTE JÚDICE: La idea es que sean quince
11 minutos, pero sabe que puede ser un poco más, como
12 ha pasado con el otro experto.

13 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Disculpe. Entendemos
14 que son treinta minutos el acuerdo de las partes.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Treinta minutos, okay.
16 Entonces mejor.

17 SEÑOR FLORES: Yo tengo aquí un trabajito.

18 Muy bien en mi presentación de hoy voy a
19 hablar de cuatro temas que han salido durante esta
20 audiencia. Voy a pasar directamente a la página 3.
21 El primero, le quería llamar su atención a la
22 desagregación de la diferencia entre las
23 valoraciones que Compass Lexecon y Econ One han
24 presentado. Si giran la página, verán en la parte
25 superior un gráfico que se presentó en el alegato de

16:07:10 1 apertura de los demandantes. En la parte inferior
2 verán una tabla de mi primer informe. Perdón, de mi
3 segundo informe.

4 Como verán, estamos de acuerdo en qué es
5 en lo que estamos en desacuerdo. Hasta aquí bien.

6 Lo que pasa es que en la cuantificación de
7 los desacuerdos no estamos de acuerdo, esto se va a
8 haciendo complicado supongo.

9 ¿Qué quiero decir con esto? Si se
10 fijan, Compass Lexecon dice que la tasa de descuento
11 tiene una importancia de 64 millones. En mi informe
12 yo digo que tiene una importancia de 45 millones.
13 Los dos son montos importantes, pero en Compass
14 Lexecon es mucho más grande que el valor que yo
15 presento.

16 ¿A qué se debe eso? Si giran la página
17 podrán ver que la metodología correcta en el flujo
18 de caja descontado o en el flujo de fondos
19 descontados es: número uno estimar flujos de caja
20 para cada año del proyecto desde el 2010 hasta el
21 2038.

22 Número 2, se cogen esos flujos de caja
23 anuales y se descuentan a la fecha de valuación.

24 Por eso es importante que primero estemos
25 seguros de que cuantificamos los flujos de caja

16:08:28 1 correctamente. Una vez hemos hecho eso, en segunda
2 lugar los descontamos.

3 Por eso en la tabla 1 en la filmina 4 es
4 por eso que primero hice los cambios en los aspectos
5 que influyen en los flujos de caja anuales. Sólo
6 después se puede mirar cuál es la importancia de la
7 tasa de descuento.

8 Es por esto que primero voy a pasar unos
9 minutos hablando de lo que afecta a los flujos de
10 caja. En la número 6 vemos proyecciones de precios
11 y despacho. Hoy y el viernes hemos hablado con
12 gente de MEC, de estudios de infraestructura, CNDC y
13 el ingeniero Paz. Sólo tenía cuatro comentarios.
14 Número uno, no es cierto que yo haya adoptado las
15 proyecciones del ingeniero Paz de manera acrítica.
16 Yo tuve varias reuniones y conversaciones con el
17 ingeniero Paz en la ciudad de Santa Cruz y por
18 teléfono. Y sólo cuando me familiaricé lo
19 suficiente con sus cálculos y me aseguré de que eran
20 correctos, entonces los añadí a mi modelo
21 financiero.

22 Número dos, quiero que quede claro de que
23 las demandantes no han encontrado ningún error de
24 cálculo en las proyecciones del ingeniero Paz. Eso
25 no me extraña dada su larga experiencia haciendo ese

16:09:54 1 tipo de cálculos.

2 Lo que se discute son los input de su
3 modelo, si se tiene que utilizar el POES este o el
4 POES aquel y aquí está la disputa. Pero con
5 relación a los cálculos, que quede claro, nadie ha
6 cuestionado lo que él ha hecho.

7 Tenía aquí un punto, el punto 3 de que no
8 era cierto que el ingeniero Paz empiece sus cálculos
9 en julio de 2010. Me parece que quedó establecido
10 ante la declaración del doctor Abdala de que Compass
11 Lexecon nunca ha dicho eso, o sea que creo que ya
12 ese es un punto que no es relevante.

13 Y cuarto, y quizás más importante desde mi
14 punto de vista como economista, es decir que estoy
15 en claro desacuerdo con la afirmación del doctor
16 Abdala de que el proyecto hidroeléctrica Rositas no
17 es económicamente viable.

18 Hoy hemos escuchado que el doctor Abdala
19 no está diciendo que el proyecto se retrasaría un
20 año más o dos años más. Está diciendo nunca se va a
21 construir o un comprador en mayo de 2010 asumiría
22 que nunca se construiría. Esto me parece muy raro.

23 Creo que vale la pena utilizar la
24 presentación del doctor Abdala de hace un par de
25 horas, y si la tienen cerca de ustedes y van a la

16:11:09 1 filmina 33, por favor, creo que es interesante ver
2 cuál es el efecto. 33. Es una columna escalada que
3 va subiendo. Esto es una filmina del POES, de lo
4 que Compass Lexecon llama el POES 2010. ¿De acuerdo?

5 Y quería señalarles e ilustrarles con este
6 gráfico cuál es el efecto de no añadir Rositas.

7 ¿La tienen ya?

8 COÁRBITRO VINUESA: ¿Qué página?

9 SEÑOR FLORES: 33.

10 ¿Cuál es el efecto de no añadir Rositas al
11 Sistema Interconectado Nacional en Bolivia? Si van
12 cada vez en la línea azul que hay una escalada hacia
13 arriba, eso indica la visión de nueva capacidad. Y
14 hay hacia el final, entre julio de 2017 y diciembre
15 de 2018 hay un salto, un escalón que corresponde
16 añadir Rositas.

17 Si Rositas no se añade, lo que pasa es que
18 la línea se queda en 1.850 megavatios, ¿ven?, lo que
19 había estado entre 2016 y 2017.

20 Entonces prolonguen ustedes esta línea
21 hacia el futuro. ¿Qué es lo que ven? Bueno, para
22 principios de abril de 2020 la línea azul va a
23 cortar la línea roja.

24 ¿Esto qué significa? Apagones, esto
25 significa que no habría suficiente capacidad de

16:12:35 1 generación en Bolivia. Claramente desde un punto de
2 vista económico decir que esa central no se va a
3 construir nunca, me parece incorrecto. Además, hay
4 otras consideraciones.

5 El doctor Abdala que en su primer informe
6 nunca dijo nada sobre Rositas, en el segundo informe
7 trata de justificar por qué no incluyó Rositas. Y
8 una cosa que me llama la atención él dice: bueno, es
9 demasiado grande. Como ya hemos visto es verdad que
10 en esta planta inicialmente se habían hecho estudios
11 preliminares en el 1973.

12 La demanda de energía en Bolivia en el
13 1973 era de 200 megavatios. Entonces construir una
14 planta de 400 megavatios, una central hidroeléctrica
15 de 400 megavatios era claramente excesivo. Por eso
16 nunca se construyó.

17 En esta década Bolivia ha cambiado mucho.
18 En estos cuarenta años Bolivia ha cambiado. Y la
19 central eléctrica de Rositas se tiene que construir.
20 Si no, el país no tendrá luz.

21 Otro punto adicional. El doctor Abdala
22 hablaba de costos y él decía: bien, es muy caro,
23 Bolivia no se lo puede permitir. Pero no ha dicho
24 sobre lo que yo dije en mi segundo informe, que es
25 que hay un problema con la generación termoeléctrica

16:13:52 1 en Bolivia. Es el siguiente: porque el país tiene
2 gas, el gas se vende barato dentro de Bolivia por
3 regulaciones, 1.3 dólares por millón de pies
4 cúbicos. Este es el precio que permite producir
5 mucha energía termoeléctrica a un precio bastante
6 barato que permite que los consumidores tengan
7 electricidad.

8 Pero hay una diferencia también entre 1973
9 y hoy, que es que en 1973 Bolivia no podía exportar
10 su gas, no tenía conexiones a otros países. Hoy las
11 tiene.

12 Por lo tanto, es imperativo para Bolivia
13 coger ese digamos que se está, dijéramos vendiendo a
14 un precio con subsidios a 1,3 y venderlo en el
15 exterior y exportarlo a Brasil, a Argentina, a Perú,
16 donde sea a un precio mucho más alto. Eso va a
17 suponer ingresos muy importantes para el país, parte
18 de los cuales por supuesto se pueden destinar a
19 construir la central eléctrica Rositas.

20 Respeto mucho al doctor Abdala pero que
21 creo que su análisis económico de la central
22 eléctrica Rositas y de si se debería incluir o no,
23 esto es totalmente erróneo.

24 Siguiendo punto es la número 8. Es la
25 indexación del precio básico de la potencia. Ya nos

16:15:09 1 hemos ido familiarizando sobre este punto, y como ha
2 quedado claro, el problema es que no hay
3 proyecciones de lo que llamamos el IPP turbinas, y
4 índice de precios al productor para las turbinas.
5 Ese es un subsector. Y así como para otros
6 parámetros macroeconómicos como inflación, tipo de
7 cambio y similares, tenemos fuentes reconocidas que
8 tanto el doctor Abdala como yo utilizamos, por
9 ejemplo el Fondo Monetario Internacional, Economist
10 Intelligent Unit y otras. No hay nadie que haga
11 proyecciones de este subíndice.

12 ¿Por qué no? Porque hay muchísimos
13 subíndices del IPP general en los Estados Unidos,
14 como en realidad a largo plazo todos los subíndices
15 tienen que comportarse como el índice general. De
16 otra manera lo que pasaría es que pasadas dos o tres
17 décadas, el precio de un componente de IPP sería
18 mucho mayor que el resto. Y esto no tiene sentido
19 económico.

20 El doctor Abdala anteriormente dijo que,
21 bien, esto se debe a que ha habido un incremento de
22 los precios -- no, un incremento de la demanda de
23 electricidad en Estados Unidos. Eso puede ser
24 correcto, pero cabe tener en cuenta que aplicando
25 simplemente principios económicos, cuando hay un

16:16:36 1 incremento de demanda los precios van a subir.

2 ¿Pero cuál es la reacción? Como el doctor

3 Abdala seguramente sabe como economista, cuanto más

4 altos son los precios, más altos los beneficios y

5 eso va a traer nuevas empresas. Sí año tras año

6 tras año las empresas fabricantes de turbinas de

7 electricidad están experimentando beneficios muy

8 grandes, otros fabricantes van a decir: nosotros

9 también. Y eso va a llevar a dar una bajada de

10 precios. Es imposible que un componente siga

11 subiendo sus precios, sigan subiendo por encima del

12 nivel final de la inflación ad infinitum. No es

13 posible.

14 Estoy en desacuerdo con la afirmación que

15 hicieron los demandantes de que es pretty obvious

16 que tienen que ser diez años. No sé por qué tienen

17 que ser diez años. Como demostré en la número 11,

18 coger un período de diez años saca una tasa de

19 aproximadamente 3 y medio por ciento anual, lo que

20 es mucho mayor que estándares históricos.

21 También cabe decir que hemos oído esta

22 semana el testimonio del señor Lanza en el que

23 indica lo que estaba recibiendo. Es que es que hubo

24 un incremento excepcional no previsto de los costos.

25 Eso es lo que se refleja en la página anterior, la

16:18:03 1 número 11, cuando ve las dos barras de subida de
2 precios de turbinas de más del 11 por ciento.

3 Como él dijo, fue un fenómeno que sí
4 sucedió, fue completamente imprevisible. Y fue un
5 incremento terrible dijo él. Eso de acuerdo,
6 subieron los precios, nadie está discutiendo eso.
7 Pero asumir que esa subida de precios se va a
8 perpetuar en el futuro, no es adecuado.

9 En la número 13 muestro un gráfico
10 indicando qué pasaría al precio básico de la
11 potencia si uno lo sube de acuerdo con el cálculo
12 erróneo de Compass Lexecon. En mi opinión, dado que
13 a largo plazo todos los precios van a subir a la
14 misma velocidad, lo que es conveniente hacer es
15 tomar la misma proyección de subida de precios
16 generales, 2,5 por ciento, en esto el doctor Abdala
17 y yo estamos de acuerdo, y aplicar esa misma tasa a
18 la subida de precios.

19 Si no vean la contradicción que hay que
20 los ingresos, parte de ellos están subiendo -los
21 ingresos de EGSA- parte de ellos están subiendo al 2
22 y medio por ciento y parte de ellos están subiendo
23 al 3 y medio por ciento durante los próximos 28
24 años. Esto no tiene mucho sentido.

25 Y el último punto con respecto a esto es

16:19:20 1 que como el doctor Abdala enseñó en sus informes.

2 PRESIDENTE JÚDICE: Doctor Flores, por favor,
3 este efecto de 15 por ciento es la diferencia entre
4 los dos.

5 SEÑOR FLORES: Es el efecto en la valuación.

6 PRESIDENTE JÚDICE: Entre vuestro y el otro.

7 SEÑOR FLORES: Si se fija, si va usted a la
8 filmina número 4, esa es la tabla 1 que yo presento
9 allí. Si ve aquí la fila la número 3 que dice
10 Indexación de precios de capacidad corregidos, eso
11 representa 12 millones de la diferencia entre el
12 doctor Abdala y yo.

13 PRESIDENTE JÚDICE: Gracias.

14 SEÑOR FLORES: El último punto con respecto a
15 esto es que una muy alta correlación entre las dos
16 series, el índice de precios al productor general y
17 el subíndice para las turbinas, una muy alta
18 correlación simplemente indica que los precios se
19 están moviendo de forma similar, están creciendo de
20 forma similar. Eso por supuesto no pasa cada año y
21 como vimos en el 2009 una ha crecido mucho más que
22 la otra.

23 Pero un comprador en el 2010 no pensaría
24 oh, sí, esto va a continuar pasando durante los
25 próximos 28 años.

16:20:35 1 Siguiente tema es la tasa de descuento. Y
2 en la número 16 les muestro las diferencias, esa es
3 la tabla 2 del primer informe de Econ One donde
4 muestro la diferencia entre los cálculos de Compass
5 Lexecon y yo.

6 Y aquí quería tener un minuto para
7 corregir una cosa que dijo el doctor Abdala en
8 respuesta a una pregunta del doctor Conthe que
9 supongo que debe ser un malentendido. ¿Qué es lo
10 que hicimos con respecto a la relación deuda/capital
11 propio? Esto se puede ver en la línea 4. En la
12 línea 4 vemos que Compass Lexecon está asumiendo 80
13 por ciento de relación. Nosotros asumimos 133 por
14 ciento, más alto de lo que asume Compass Lexecon en
15 Estados Unidos. O sea, lo que dijo el doctor Abdala
16 era erróneo. Y queda demostrado aquí.

17 ¿Para qué utilizamos esa tasa más alta que
18 Compass Lexecon? Decimos esa es la tasa
19 representativa del endeudamiento óptimo en los
20 Estados Unidos. Y eso lo utilizamos para
21 desapalancar la beta, que supongo que usted debe
22 saber de qué se trata esto. Si quiere luego se lo
23 explico más a esto.

24 La idea es para el cálculo de la tasa de
25 descuento, primero lo hacemos como si estuviéramos

16:21:51 1 en Estados Unidos. Y entonces los cálculos se
2 realizan con parámetros relativos a Estados Unidos.

3 Luego para aplicarlo a una empresa en un
4 país emergente, hacemos los ratios o las relaciones
5 basadas en datos de países emergentes. Y entonces
6 aquí es donde ven la fila, a ver si me sale la fila
7 15, de acuerdo, o la 16, exacto. Ahí utilizamos una
8 fuente distinta. Compass Lexecon está utilizando 55
9 por ciento, nosotros estamos utilizando 64 por
10 ciento. ¿Y por qué utilizamos un número distinto?
11 Porque eso se ha calculado con otra fuente.

12 Para Estados Unidos utilizamos la misma
13 fuente de deuda/capital propio que el doctor Abdala,
14 Ibbotson Morningstar. Pero cuando vamos luego a
15 países emergentes utilizamos fuentes de empresas en
16 países emergentes.

17 Si quieren luego les puedo dar más
18 detalles sobre esto.

19 Siguiendo punto es hablar un poco de esto
20 que ustedes habrán oído, no sé si habrá sido un poco
21 confuso sobre tasa de descuento.

22 La tasa de descuento. Donde voy hacia
23 ahora es a hablar sobre esos datos que EGSA y
24 Rurelec proporcionaron a las Naciones Unidas con
25 respecto a la aprobación del ciclo combinado. Antes

16:23:19 1 creo que es importante hacer un poco de
2 introducción.

3 ¿Qué es la tasa de descuento? Podemos
4 luego hablar de betas y apalancamientos y tasas
5 libres de riesgo, ¿pero qué es la tasa de descuento?
6 La tasa de descuento representa el rendimiento
7 mínimo que una inversión tiene que ofrecer para
8 convencer a posibles accionistas y acreedores de que
9 aporten sus fondos a dicha inversión. Esa es una
10 definición estándar. No creo que haya discusión
11 sobre esto.

12 Este rendimiento mínimo depende de los
13 riesgos asociados con dicha inversión. Cuanto más
14 riesgos, mayor el rendimiento necesario. Por
15 supuesto si yo puedo invertir en bonos del Tesoro
16 americano y me dan un 4 por ciento Voy a una empresa
17 boliviana que me da un 4 por ciento, pues lo siento
18 pero no voy a ir a Bolivia, me voy a quedar con los
19 bonos de los Estados Unidos. Cuanto más riesgo
20 haya, más rendimiento.

21 PRESIDENTE JÚDICE: Se iba a quedar en Estados
22 Unidos. Ahora no lo sabemos. (Risas.)

23 SEÑOR FLORES: No estoy muy contento allí.
24 (Risas.)

25 Entonces, hay distintos nombres para

16:24:23 1 llamar a este concepto que al final es la tasa de
2 descuento. Lo podemos llamar tasa de rendimiento
3 mínimo, tasa umbral, coste de oportunidad del
4 capital, coste del capital, tasa de descuento. He
5 puesto las traducciones estándares en inglés para
6 beneficio de nuestros eficientes traductores.

7 ¿De acuerdo? Entonces esto se hace para
8 valorar proyectos. Como explica el profesor
9 Damodaran lo que importa es que al invertir uno va a
10 comparar la tasa de descuento o tasa mínima de
11 rendimiento o holder rate o como ustedes la quieran
12 llamar, esa tasa mínima que necesito para que me
13 compense por mis riesgos con la tasa esperada de
14 retorno del proyecto. El TIR del proyecto, el IRR
15 del proyecto.

16 Los dos primeros días se habló un poco de
17 que yo estaba proponiendo que utilizábamos el TIR
18 para valorar la inversión. Yo no he dicho eso. No
19 está en ninguno de mis informes. Yo lo que digo es
20 que hay que comparar el TIR mínimo, yo lo que he
21 dicho es que hay que comparar el TIR mínimo, la tasa
22 de descuento, el rendimiento mínimo esperado y
23 compararlo con la tasa esperada del proyecto. Esto
24 se ve en la siguiente hoja.

25 ¿Qué es primero el TIR o IRR en inglés?

16:25:38 1 Un ejemplo muy simple. Supongamos una inversión que
2 requiere invertir 100 dólares este año. Y esperamos
3 que el año que viene obtendremos de esa inversión
4 125 dólares y aquí se acaba el proyecto. Esto es
5 una esperanza de que el año que viene vamos a
6 obtener 125 dólares.

7 La TIR esperada de ese proyecto es
8 precisamente 25 por ciento. ¿De acuerdo?

9 ¿Entonces cómo se utiliza esto? ¿O sea
10 cómo comparamos la tasa de descuento, TIR mínimo,
11 holder rate por un lado y la tasa esperada de
12 retorno del proyecto por otro?

13 Pongamos dos proyectos. Los dos requieren
14 una inversión, estamos en la 20, los dos proyectos
15 requieren una inversión inicial de 100 dólares. Se
16 espera que en el proyecto A en el año 2000 me va a
17 devolver 115 dólares. Entonces eso quiere decir que
18 la TIR esperada del proyecto es 15 por ciento.

19 Supongamos un proyecto B que por la misma
20 inversión esperamos que me devuelva 130 dólares. Y
21 los dos proyectos tienen los mismos riesgos. Lo que
22 se tiene que hacer es ver cuál es la tasa de
23 descuentos, el TIR mínimo, el holder rate para esa
24 inversión. Supongamos que después de hacer todos
25 los cálculos determinamos que es 20 por ciento.

16:27:02 1 ¿Cuál es la conclusión? El proyecto A
2 no alcanza la rentabilidad mínima, por lo tanto
3 tiene un valor presente neto negativo. Y el
4 proyecto B sí que lo alcanza. Entonces esto es lo
5 que se tiene que hacer: comparar la tasa interna de
6 retorno esperada del proyecto con el mínimo
7 aceptable para ese nivel de riesgos.

8 Si vamos a la 21, vemos que este es
9 precisamente aplicable a las solicitudes de los
10 créditos de carbono ante las Naciones Unidas. Hay
11 un principio, como explicó el señor Earl en sus
12 declaraciones, que los proyectos -- las Naciones
13 Unidas sólo ofrecen estos créditos si se puede
14 demostrar que el proyecto los necesita para poder
15 seguir adelante. Si el proyecto es rentable por sí
16 mismo sin créditos de carbono, las Naciones Unidas
17 van a decir: no, no, usted invierta y ya está.

18 Pero si el proyecto se queda corto de la
19 rentabilidad mínima esperada, dados todos los
20 riesgos inherentes al proyecto, entonces si la
21 adición de créditos de carbono permite que el
22 proyecto siga adelante, entonces las Naciones Unidas
23 lo van a aprobar. Este es un proceso muy serio que
24 requiere la certificación de empresas que certifican
25 que ese proyecto requiere los créditos de carbono y

16:28:21 1 esto es lo que dijo EGSA.

2 En la número 22 tienen un ejemplo que se
3 parece mucho al anterior y lo demuestra. Supongamos
4 que lo que antes llamamos proyecto A es ahora el
5 proyecto sin créditos de carbono. Y entonces lo que
6 vemos es que el añadir los créditos de carbono de 15
7 dólares permite que el proyecto exceda ahora la tasa
8 de descuento, el TIR mínimo, el holder rate. Cuando
9 eso pasa, entonces este proyecto sería aprobado por
10 las Naciones Unidas.

11 Cuando vemos la 23, esta es la empresa
12 alemana que no sé bien cómo pronunciarla, creo que
13 es Tüv-Süd o algo así, y que en abril de 2010
14 presentó en relación al proyecto de ciclo combinado
15 de EGSA, presentó a las Naciones Unidas el estudio
16 de adicionalidad. Dicen mire sí, este proyecto
17 ahora a abril de 2010 sí que necesitamos los
18 créditos de carbono porque si no nos los dan, no
19 podemos seguir adelante con el proyecto. Si nos lo
20 dan, sí que vamos a seguir al proyecto. O sea, era
21 muy importante.

22 ¿Y qué es lo que decían? Decían bueno, la
23 equity IRR, es decir la tasa interna de retorno
24 mínima que necesitan para acometer ese proyecto, no
25 dicen el número exacto, pero dicen está que entre 25

16:29:41 1 y 30 por ciento. Si no llegamos a 25-30 por ciento
2 de retorno a los accionistas, no vamos a ir a un
3 proyecto de generación en Bolivia. Si pasamos, sí
4 que vamos a ir. Eso es el retorno al capital que se
5 tiene que luego poner en el WACC. Esta es mi
6 posición.

7 Si quieren más preguntas sobre este tema,
8 estaré contento de responderlas más adelante.

9 Y uno de los componentes específicos, en
10 primer lugar estamos con la prima de riesgo país.
11 Ya se enseñó anteriormente que aunque en la
12 presentación inicial de las demandantes se dijo que
13 en la tasa de prima de riesgo país que el profesor
14 Damodaran propone es 5,5 por ciento, en sus mismas
15 tablas él dice 8,25 por ciento. Y la llama country
16 risk premium. No hay duda sobre eso. Incluso creo
17 que están en el expediente pero hay otras
18 presentaciones del profesor Damodaran para otros
19 años donde no produce. Esto es un extracto de una
20 hoja Excel de la página web del profesor Damodaran.

21 Pero incluso en otras presentaciones en
22 Power Point que él hace para otras universidades, se
23 ve claramente porque cuando él está hablando de sus
24 cálculos de la prima de riesgo país, siempre utiliza
25 el 1,5 por ciento.

16:31:02 1 Si van al número 25, hay una comparación
2 de las tasas que se han citado, las primas de riesgo
3 país que se han citado en este caso.

4 Como vemos, está la de Compass Lexecon,
5 luego la está del profesor Damodaran, 8,25 por
6 ciento. Está la que he propuesto yo. Y también
7 está otra que no se ha mencionado y que el doctor
8 Abdala nunca ha mencionado, que es la tasa de prima
9 de riesgo país propuesta por Ibbotson and
10 Morningstar, que también es una fuente aceptada que
11 tanto el profesor Abdala como yo hemos utilizado.
12 Esa tasa es de 19,02 por ciento, y yo la indiqué en
13 mi primer informe. Dice: yo voy a utilizar el mismo
14 método de Compass Lexecon, pero dado que eso sólo
15 está midiendo un diferencial de bonos, no de
16 acciones, le voy a aplicar el factor multiplicador.
17 Pero dijo que tengan en cuenta que también hay otros
18 parámetros, otras fuentes para calcularlo,
19 incluyendo Ibbotson Morningstar.

20 Como ven mi prima de riesgo no es la más
21 alta que se ha producido en este caso.

22 Por último, otra cosa que se ha dicho en
23 el primer día de los alegatos de apertura y también
24 hoy por el doctor Abdala es que no se ve esa tasa
25 del 1,5 por ciento muy frecuentemente. He estado

16:32:22 1 mirando el expediente pero no he podido encontrar
2 ningún ejemplo, aparte de los que yo he propuesto,
3 de una aplicación del 1,5 por ciento pero sin duda
4 que sí se aplica.

5 Les voy a dar dos datos. Primero uno. Si
6 ustedes lo desean, vayan y hagan una búsqueda en
7 Google y miren esta página con este tipo de búsqueda
8 y verán que hay un sinfín -- esta página web por
9 cierto es la página que recoge todas las solicitudes
10 de créditos de carbono presentadas a las Naciones
11 Unidas. Hay más de cuatro mil allí. Y como verán,
12 hay mucha gente.

13 Un mecanismo aceptado que tienen las
14 Naciones Unidas para aprobar o no la condición de
15 adicionalidad, es precisamente utilizar el método
16 del profesor Damodaran.

17 Otro dato que les quería decir. Lamento no
18 poder ofrecerles una prueba, pero como estoy aquí, y
19 como diré toda la verdad y nada más que la verdad,
20 les pido que tomen mi palabra, estoy actualmente
21 trabajando en otro arbitraje donde yo estoy
22 trabajando para la demandada, el demandante está
23 contratando un experto de CRR, Charles River
24 Associates. Y ese economista que está trabajando
25 para el demandante está utilizando los datos del

16:33:31 1 profesor Damodaran con multiplicador. O sea,
2 parecería entender de lo que ha dicho el profesor
3 Damodaran que soy el único en el mundo que hace
4 esto. Eso no es verdad.

5 Siguiendo punto era la prima de tamaño.
6 Para la prima de tamaño, para quede claro, aquí en
7 la número 27 les muestro las fuentes de datos. Son
8 de Ibbotson Morningstar y lo que hace Ibbotson
9 Morningstar es dividir todas las compañías que están
10 en el mercado de valores de mayor a menor. Las
11 divide en diez grupos y aquí dice cuál es el umbral
12 para pasar al siguiente grupo.

13 Y simplemente utilizando datos de 1926, en
14 este caso cogí hasta el 2009, justo antes de la
15 fecha de valuación, se puede ver que históricamente
16 no hay duda que sobre ese período 1926 a 2009, las
17 empresas más pequeñas han ofrecido mayores retornos
18 a sus inversores, a sus accionistas. Y eso se puede
19 ver dado que lo midan como lo midan, incluso con la
20 valuación del doctor Abdala, Guaracachi era una
21 empresa pequeña, él propone un valor del capital
22 propio de 150 millones de dólares aproximadamente,
23 seguro que cae por debajo del más pequeño. Y eso es
24 por lo que nosotros hemos aplicados utilizando estos
25 datos bien comunes de Ibbotson Morningstar, un 6,89

16:34:56 1 por ciento.

2 Les remito otra vez a esa búsqueda en
3 Google de datos de aplicaciones o solicitudes a las
4 Naciones Unidas para créditos de carbono. Y verán
5 que también allí hay ejemplos de generadores de
6 energía que les dicen a las Naciones Unidas para
7 nuestra tasa de descuento utilizamos una prima de tamaño.

8 La 28, que Guaracachi o EGSA era una
9 empresa pequeña, no creo que esté en discusión.
10 Como ven ustedes aquí, era una empresa de 70
11 personas. El señor Lanza aceptó, dice,
12 prácticamente rebasaba nuestra capacidad para hacer
13 esto.

14 Sí...

15 PRESIDENTE JÚDICE: Era la empresa más grande
16 del país. ¿Es verdad, no es verdad?

17 SEÑOR FLORES: No, no es verdad. Es la empresa
18 termoeléctrica más grande del país, eso sí que es
19 verdad. Por supuesto hay empresas de hidrocarburos
20 que son mucho mayores que Guaracachi.

21 PRESIDENTE JÚDICE: Era lo que yo pensaba.

22 SEÑOR FLORES: Pues, una empresa -- me extraña
23 mucho que una empresa de 70 personas sea la mayor
24 del país. Quizás en Andorra pero no en muchas otras
25 partes.

16:36:06 1 La prima de tamaño la pueden ver también
2 en la discusión o la conversación que tuvimos esta
3 semana sobre el efecto de lo que tenía que hacer
4 EGSA para obtener nueva deuda.

5 Como ven, la deuda que obtenían los bonos
6 los remitieron al mercado local en Bolivia.

7 Y en la siguiente página, la número 30,
8 dicen que los fondos de pensiones eran prácticamente
9 los únicos compradores. E incluso cuando los fondos
10 de pensiones dijeron, bueno, no estamos tan
11 interesados en EGSA, no encontraron a nadie más y se
12 quedaron cortos en la colocación. Querían colocar
13 20 y sólo colocaron 16.

14 Ustedes habrán oído hablar del método de
15 empresas comparables y les mencioné que AES Gener,
16 la empresa en Chile, esa empresa tiene el mismo
17 multiplicador que...

18 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Sí,
19 simplemente estoy marcando el tiempo como hizo mi
20 colega. Ya ha pasado el tiempo.

21 SEÑOR FLORES: La empresa AES Gener en Chile
22 para comparación es la empresa que tiene múltiplo de
23 EBITDA valor empresa, perdón, valor empresa sobre
24 EBITDA de 9,7, que es lo que el doctor Abdala dice
25 que se debería aplicar a la valuación de EGSA según

16:37:30 1 el método de comparables.

2 Bien, esa empresa tiene 900 empleados. No
3 70. 900. Esa empresa está capitalizada en Bolsa y
4 su capitalización es de 4.500 millones de dólares.
5 Aquí estamos hablando de una empresa que incluso si
6 tomamos los valores del doctor Abdala, vale 155
7 millones de dólares.

8 AES Gener es una empresa que cuando
9 necesitó financiarse, ¿qué hizo? Se fue a París,
10 aquí donde estamos nosotros, habló con BNP y
11 organizó un sindicato de bancos que le prestaron
12 cientos de millones de dólares. Decir que se puede
13 utilizar AES, una empresa como AES Gener con un
14 múltiplo de 9,7 y que 1 dólar de ganancias de EBITDA
15 de AES Gener tiene el mismo valor que 1 dólar de
16 ganancias de EGSA, me parece ridículo.

17 Tenía aquí dos filminas porque el primer
18 día se habló del caso EDF contra Argentina. Esto no
19 se ha vuelto mencionar. O sea lo dejo aquí indicado.
20 Yo no tengo acceso a ese expediente, pero si tienen
21 alguna pregunta, seré encantado de responderla.

22 Y por último tenía un último punto que era
23 el uso del factor del capitalización del 12 por
24 ciento en el cálculo del precio básico de la
25 potencia. Esto era en respuesta a una pregunta del

16:38:51 1 doctor Conthe.

2 Y en la filmina 34 mi opinión es que ese
3 12 por ciento es menor que la tasa de descuento que
4 un inversor en el sector de generación eléctrica en
5 Bolivia utilizaría.

6 ¿Por qué? Recuerden el concepto, tasa
7 de descuento es el rendimiento mínimo que yo espero.
8 Y si no espero alcanzarlo, no voy a invertir.

9 Lo que pasa es que ese 12 por ciento se
10 mete en una fórmula que viene regulada por ley o por
11 norma. Y lo que dice: es vamos a tomar una turbina
12 hipotética, vamos a asumir hipotéticamente que va a
13 estar por operación por veinte años y vamos a asumir
14 hipotéticamente que vamos a pagar una anualidad al
15 12 por ciento para que puedas cubrir los costos de
16 esa turbina hipotética.

17 Bien, la verdad es que nadie sigue eso,
18 ¿por qué? Porque por supuesto uno no está obligado a
19 comprar esa turbina de referencia que sale en un
20 manual de Estados Unidos. Uno es bien libre de
21 comprar una turbina más barata. Y como ustedes
22 habrán oído, EGSA siempre compraba turbinas usadas,
23 excepto en una ocasión. Incluso la turbina de ciclo
24 combinado también era una turbina usada. ¿Por qué?
25 Porque son más baratas que si uno compra la turbina

16:40:04 1 de referencia.

2 Segundo, las unidades se pueden mantener
3 por más de veinte años. Y esto como ustedes también
4 han oído, hay turbinas en EGSA que llevan más de 36
5 años en operación.

6 Y cuarto, o tercero, también los precios
7 de PDP sólo representan una fracción de los ingresos
8 totales de EGSA. Es decir, aunque se pueda recibir
9 un 12 por ciento de la inversión, hay mucho más que
10 se va a recibir. Por lo tanto un inversor -- voy a
11 tener un 12 por ciento de número hipotético
12 seguramente comprando más barato y extendiendo más,
13 mi rendimiento va a ser más del 12 por ciento. Y si
14 le añado ingresos por créditos de carbón e ingresos
15 por ventas de precios spot, mi rendimiento va a ser
16 menor. Por lo que ese 12 por ciento no representa
17 el threshold, la tasa umbral que un inversor en
18 Bolivia podría pedir.

19 Estoy en 34 minutos y aquí me paro.

20 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias, doctor
21 Flores.

22 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Señor presidente:
23 disculpe, pero tenemos un espacio en nuestra
24 transcripción que no ha sido recogido, pero
25 entendemos que a las 16 horas 15 minutos 04, donde

16:41:16 1 el doctor Flores dijo es erróneo lo que dijo el
2 doctor Abdala, entiendo que en la transcripción dice
3 no es erróneo. Hay una contradicción y creo que eso
4 habría que reescuchar el audio en otro momento.

5 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias.

6 (Interpretado del inglés) Tiene usted la
7 palabra, doctor.

8 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):

9 Gracias, señor presidente.

10 Buenas tardes, doctor Flores.

11 SEÑOR FLORES: Buenas tardes.

12 P Soy Noah Rubins y trabajo con Freshfields
13 y represento a la demandante en este caso. Y le voy
14 a formular algunas preguntas respecto de sus
15 informes periciales. Voy a tratar de ser lo más
16 breve posible y le solicitaría también que sea lo
17 más breve posible teniendo en cuenta las
18 instrucciones del presidente indicadas anteriormente
19 en la jornada de hoy.

20 Tengo algunas preguntas preliminares que
21 le voy a formular respecto de su enfoque en la
22 elaboración de este informe para entender bien cómo
23 usted reflexionó respecto de este tema.

24 Usted pensó que algún documento o
25 autoridad u otro elemento de información era

16:42:54 1 pertinente para respaldar su postura y su opinión en
2 el informe. ¿Sería justo decir que usted lo incluyó
3 en el informe?

4 R No necesariamente porque es un proceso de
5 descubrimiento. Y como indiqué hoy, o sea he estado
6 buscando fuentes en Google que apoyan mis puntos.
7 Pero no atiné a buscar esas fuentes antes de
8 preparar mis informes. Por lo que creo que este es
9 un punto que apoya mi punto de vista, pero que no
10 está reflejado en mi informe.

11 O sea, trato de hacer el mejor trabajo que
12 puedo, pero no siempre alcanzamos dado que, como
13 usted sabrá bien, el expediente en este caso es muy
14 voluminoso.

15 P Sí, no le estaba preguntando respecto del
16 tema de Google, aunque quizás le preguntaré algo
17 respecto de ese tema dentro de unos minutos.

18 Le estaba preguntando en términos más
19 generales. Cuando usted elabora un informe,
20 imagínese que usted estaba elaborando su primer
21 informe en donde critica a Compass Lexecon, en su
22 primer informe, en el primer informe de Compass
23 Lexecon, entiendo que usted hace lo posible de
24 incluir toda la información de que tiene
25 conocimiento y que puede encontrar que respalde su

16:44:18 1 postura.

2 R Tampoco necesariamente. Si quiere, le
3 puedo dar un ejemplo.

4 P No. Estoy tratando de entender por qué
5 usted excluiría información que fácilmente puede
6 usted encontrar y que usted piensa que respalda su
7 postura. No estoy hablando del tema de Google.
8 Esto es algo nuevo realmente para mí. Pero estoy
9 hablando en términos generales. Usted como perito
10 cuando elabora un informe generalmente lo que uno
11 esperaría cuando lee ese informe es que el perito en
12 cuestión ha hecho todo lo posible para encontrar
13 todo lo que puede para respaldar su postura.

14 ¿Sería justo decir esto?

15 R No necesariamente. Y si quiere le
16 explico; si no, no.

17 Déjeme que le dé un ejemplo muy rápido.
18 Una razón por la cual yo no perseguiría buscar toda
19 la información que sé que existe, podría ser para
20 preservar mi independencia.

21 P Cuando uno está elaborando sus dos
22 informes, cuando usted elaboró sus dos informes,
23 usted tuvo que ver los informes de Abdala y sus
24 anexos. ¿No es cierto?

25 R Los informes, sí, ciertamente. Y también

16:45:46 1 su modelo electrónico de valuación. Y yo diría
2 bastantes pero quizás no todos de los exhibits que
3 se adjuntaron con su informe.

4 P Respecto de la prima por tamaño, usted
5 impone esta prima de tamaño del 6,28 por ciento
6 sobre la base de Ibbotson Morningstar. ¿No es
7 cierto?

8 R ...prima de riesgo de tamaño.

9 P Esta prima por tamaño está fuera del
10 método CAPM. ¿No es cierto?

11 R Tendría que explicar usted qué entiende
12 por el método CAPM clásico.

13 P Muy bien.

14 Pasemos al primer informe de Compass
15 Lexecon, y vamos a ir al párrafo 149. Y dice Costo
16 del capital propio. ¿Lo ve?

17 R Sí.

18 P Usted no impugna en su primer informe el
19 hecho de que esto no era una manifestación del
20 modelo CAPM clásico. Esta, según entiendo yo, es la
21 fórmula acordada de la formulación CAPM. ¿Lo ve?

22 R Yo diría que esto es lo que llamamos en
23 inglés el building rock, o esto es el sitio de
24 empezar a calcular la tasa de retorno del capital
25 propio.

16:48:40 1 P Doctor Flores: voy a formularle preguntas,
2 y voy a tratar de que usted no trate de adivinar a
3 dónde voy a llegar con mis preguntas, porque ahí
4 vamos a llegar. Yo le acabo de preguntar respecto
5 del modelo CAPM. Entiendo que hay otras cosas
6 aparte del modelo CAPM. Y según yo entiendo el
7 doctor Abdala está de acuerdo con usted. Ustedes
8 dos están de acuerdo en el hecho de que debe
9 ajustarse -- debe agregarse al modelo CAPM la prima
10 por riesgo país.

11 ¿La prima de riesgo no es algo que está
12 fuera del modelo CAPM tradicional?

13 R A mí me gusta ser preciso cuando estoy
14 dando testimonio. O sea usted primero llamó el
15 modelo clásico, ahora lo llama el modelo
16 tradicional. Sé que las palabras tienen mucha
17 importancia en estos contextos jurídicos. Por lo
18 tanto, prefiero no decir sí este es el modelo
19 clásico o este es el modelo tradicional, porque
20 quizás usted entonces tiene una fuente del modelo
21 clásico quiere decir esto. Y sin tener una
22 definición de qué quiere decir modelo clásico o modelo
23 tradicional, yo prefiero no decirlo.

24 P Se lo voy a preguntar una vez más
25 entonces. ¿La prima por tamaño es parte del modelo

16:50:03 1 CAPM?

2 R Sí.

3 P Usted está de acuerdo que en su informe
4 usted convino en utilizar el modelo CAPM del que
5 cita esta página de Compass Lexecon para la fórmula
6 del modelo CAPM y no está allí esto. Estoy tratando
7 de entender.

8 Entiendo que usted lo ve como un elemento
9 agregado. ¿Está diciendo que la prima está fuera
10 del marco del CAPM?

11 R El mismo marco. Lo que estamos mirando
12 aquí, el título de esta sección es la -y voy a leer
13 del profesor Abdala- él dice en el párrafo 149.
14 (Interpretado del inglés) Utilicé el modelo de
15 valuación de bienes de capital para estimar el costo
16 del capital propio.

17 (En español) O sea, lo que estamos
18 haciendo en este párrafo es utilizar un método para
19 calcular el costo del capital propio. Y por
20 supuesto que yo creo que la prima de tamaño
21 pertenece a ese análisis. No es una cosa fuera de
22 ese marco. Pertenece al marco.

23 P Muy bien.

24 Voy a dejar este tema y marcándolo como
25 que usted no respondió a mi pregunta. Y voy a

16:51:26 1 seguir adelante. No es tan importante. Voy a seguir
2 adelante.

3 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
4 Objeción. Esto tergiversa las declaraciones del
5 testigo.

6 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
7 Como dije anteriormente, prestamos atención a lo que
8 dice el perito y no exactamente a lo que dicen los
9 abogados en sus comentarios respecto de lo que dice
10 el testigo.

11 También soy abogado y entiendo que este es
12 un procedimiento estándar. Los árbitros, incluso
13 aquellos no tan calificados como yo, prestan
14 atención a esto.

15 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): La
16 prima de tamaño en su modelo se basa en algunos
17 estudios que muestran que el capital de las pequeñas
18 empresas tiene en promedio un riesgo, retornos
19 ajustados por el riesgo más alto que el capital
20 común de las grandes firmas. ¿No sería justo decir
21 eso?

22 R Esto es una respuesta parcial.

23 La complemento. O sea, ese es uno de los
24 ingredientes, estudios, algunos estudios que usted
25 menciona. Pero además de eso la práctica habitual

16:52:39 1 de analistas financieros que no necesariamente
2 pueden haber publicado un estudio económico pero que
3 utilizan la prima de riesgo por tamaño.

4 P ¿Acepta usted que el efecto del tamaño que
5 acabo de describir queda entendido en la literatura
6 económica como una anomalía? ¿Aceptaría esa
7 manifestación?

8 R ¿Que es una anomalía? Yo lo que entiendo
9 es que -- o sea el modelo teórico o teórico dice
10 que eso no debería existir, no porque en principio
11 los mercados si fueran totalmente eficientes y
12 transparentes, no se debería observar una prima de
13 tamaño. Pero en realidad se observa. Entonces no
14 sé si es esto a lo que usted se refiere cuando habla
15 de anomalía. O sea el modelo teórico no lo
16 contempla, pero la realidad es que ocurre.

17 P Entiendo lo que está diciendo usted, creo.
18 Mi comprensión de la anomalía, y esto no vale mucho,
19 a nosotros nos interesa qué entiende usted por
20 anomalía. Pero yo entiendo que una anomalía es un
21 fenómeno que no se explica en forma inmediata por la
22 teoría económica.

23 ¿Sería justo decir eso?

24 R No..entonces no lo considero una anomalía.

25 P Pase por favor al separador 10 de su

16:54:36 1 carpeta. Entiendo, doctor Flores, que dado que
2 usted está en Washington DC puede leer muy bien los
3 documentos en inglés. ¿Sería justo decir eso?

4 R Lo que pasa es que normalmente me gusta
5 cuando preparo un informe en español, testifico en
6 español. Si lo preparo en inglés, testifico en
7 inglés.

8 P Muy bien. Me parece totalmente justo. Es
9 por esto que yo estuve utilizando estos audífonos
10 tan incómodos. No hay problema.

11 Separador 10.

12 Se trata de un artículo de Horowitz,
13 Loughran y Savin. ¿Ha visto usted anteriormente
14 este artículo?

15 R Sí, creo que lo revisé hace algún tiempo.
16 No recientemente.

17 P Se trata del C248.

18 En la introducción comienzan diciendo que
19 la prima por tamaño para las empresas más pequeñas
20 es una de las anomalías del mercado académico mejor
21 conocidas. Y están citando aquí de algunos estudios
22 de inicios del 80.

23 R ¿Menciona los muestreos? Ah, de acuerdo.
24 Usted menciona a Banz...

25 P Dice después Reinganum y Banz 1981 y usted cita

16:56:32 1 a Banz también.

2 R Sí.

3 P Estos autores que se basan también en Banz
4 indican que hay algo inexplicable respecto del
5 efecto tamaño. ¿No es cierto?

6 R Yo no veo la palabra inexplicable.

7 P Es un sinónimo que se propone para
8 anomalía.

9 R ¿Hay una pregunta o...?

10 P Mi pregunta fue la siguiente: estos
11 autores sugieren que hay algo inexplicable respecto
12 del efecto tamaño. ¿No es cierto?

13 R Normalmente los profesores académicos
14 cuando escriben un paper es que quieren explicar
15 algo. Supongo que aquí están explicando algo sobre
16 la prima de tamaño.

17 P El profesor Banz fue el primero que
18 documentó el efecto tamaño. ¿No es cierto?

19 R La verdad no estoy seguro. Sé que --
20 diría uno de los primeros; no estoy seguro si fue el
21 primero o no.

22 P En el informe Ibbotson Morningstar en la
23 página 107 nota 1, eso es lo que dice. Eso no
24 importa demasiado, pero es uno de los primeros, como
25 dijo usted. Es obvio, está bien.

16:58:18 1 Banz en su informe de 1980 utilizó datos
2 de la Bolsa de Nueva York de 1976 -- de 1926 a 1935.

3 R No lo recuerdo.

4 P Pase por favor al separador 26.

5 Se trata del EO30 en la página 6 del
6 artículo del profesor Banz, donde dice Datos. Dice:
7 La muestra incluye a todas las acciones comunes que
8 se comercializan en la Bolsa de Nueva York durante
9 por lo menos cinco años desde 1926 a 1975. ¿Lo ve?

10 R Sí.

11 P Sus datos tuvieron que ver con el precio
12 de las acciones en la Bolsa de Nueva York entre el
13 26 y el 75. ¿Correcto?

14 R Sí.

15 P Así que Banz en este estudio veía el
16 efecto tamaño respecto de las empresas
17 estadounidenses. ¿Correcto?

18 R Para ser correcto, compañías transadas en
19 el New York Stock Exchange, podían ser compañías de
20 otros países, pero o sea compañías que se pueden
21 comprar y vender en Nueva York.

22 P La mayoría, la amplia mayoría de las
23 empresas que cotizan en la Bolsa de Nueva York son
24 empresas estadounidenses. ¿No?

25 R Yo diría la mayoría, seguro. La vast

17:00:24 1 majority, sin ver los datos prefiero no responder.

2 P ¿Uno de los documentos básicos en los que
3 usted se basa para apoyar el uso de la prima de
4 tamaño es el estudio Ibbotson Morningstar?

5 R Sí.

6 P Vamos a ir a ver ese documento, está en el
7 separador número 23. Es el E013.

8 Ahora bien, si pasa usted a la página 98,
9 el informe de Ibbotson y Morningstar cubren
10 obligaciones entre 1996 y 2009. ¿Correcto?

11 R Se actualizan anualmente y el que yo
12 utilicé para mi informe, como era una fecha de
13 valuación de mayo de 2010, sí utilicé hasta 2009.
14 Pero desde entonces ya se ha actualizado tres veces
15 creo.

16 P Estamos analizando este documento y yo
17 entiendo que habría otros. Pero este documento
18 cubre obligaciones de 1996 hasta 2009. ¿Correcto?

19 R Sí.

20 P En la columna a la derecha Ibbotson y
21 Morningstar habla de la temporalidad o de la
22 estacionalidad. ¿Conoce usted el concepto de
23 estacionalidad?

24 R Sí.

25 P En esta sección sobre estacionalidad el

17:03:07 1 informe concluye que prácticamente todos los efectos
2 pequeños de las acciones ocurren en enero, y ahora
3 cito, "cuando los resultados en exceso de las
4 empresas que cotizan son básicamente negativos en
5 otros meses del año".

6 ¿Es esto lo que dice, correcto?

7 R Sí, esto es lo que dice. Pero también
8 dice en el mismo párrafo (Interpretado del inglés)
9 "Pero demostrar simplemente que la prima por tamaño
10 es producida por el efecto general no refuta la
11 existencia de esta prima."

12 P Bien. Lo vamos a concluir a título
13 propio, el Tribunal lo va a hacer por su cuenta
14 también. Simplemente quiero tratar de entender este
15 efecto de enero. Y hay ciertas explicaciones bajo
16 el siguiente título de por qué todo el tamaño, todo
17 el efecto del tamaño para las acciones revisadas se
18 sintió en enero mientras que el resto del año se
19 observó el efecto opuesto.

20 Y hay dos explicaciones aquí. La primera
21 de ellas es que los administradores de los fondos
22 están limpiando sus carteras y están quitando todas
23 estas acciones que pierden.

24 R ...

25 P Sí, seguro. Esto se encuentra después de

17:04:48 1 efecto directos y lo voy a leer. "No hay una
2 explicación aceptada generalmente para este efecto
3 de enero. Una explicación podría ser que resulta de
4 este proceso por el cual se descartan estas acciones
5 que pierden dinero de manera que estas acciones no
6 se incluye en la cartera, en el informe de cartera
7 anual". ¿Lo ve?

8 R Sí. Es una explicación potencial.

9 P Pero si esta es la explicación, yo no
10 estoy diciendo que esto sea, no sé si alguien lo
11 sabe, pero si esta es la explicación al efecto de
12 enero, esto no tendría ningún impacto en el precio
13 de una inversión a largo plazo directa. ¿Verdad?

14 R Si vamos a hablar de una inversión directa
15 entonces es el motivo adicional para añadir una
16 prima de tamaño.

17 P Veamos, con la inversión directa a largo
18 plazo, en un proyecto a largo plazo no hay gerente
19 de cartera. Y tampoco existe la necesidad de
20 eliminar acciones porque no tiene nada que ver con
21 la naturaleza de la inversión. ¿No es justo esto?

22 R Sí, pero también es verdad que un
23 portafolio manager bien podría decidir, aquí la
24 palabra que utilizan es dumping, ¿no? Mira, esto no
25 me interesa y me la vendo. Pum. Y en cuatro minutos

17:06:26 1 la puede vender.

2 Si usted realiza una inversión en una
3 empresa real, y usted dice, mire, a EGSA no le está
4 yendo muy bien. ¿Sabe qué? Me la voy a dejar. En
5 cuatro minutos usted no se puede vender EGSA. Lleva
6 mucho más tiempo. Y eso es parte de lo que estamos
7 tratando de capturar en esa prima de tamaño.

8 P La segunda explicación es que la gente
9 está descartando sus acciones antes de fin de año
10 para fines fiscales y los vuelve o comprar en enero
11 como una manera de escoger el momento para asignar
12 sus pérdidas tributarias, para aumentar a un máximo
13 el beneficio fiscal.

14 ¿Es esta una caracterización justa de la
15 segunda explicación?

16 R ...

17 P Y esto no es pertinente para una inversión
18 a largo plazo, a una inversión directa en una
19 empresa a largo plazo. ¿Verdad?

20 R Yo creo que sí que es relevante porque lo
21 que estamos haciendo es tratando de evaluar una
22 compañía que no está comercializada en ningún
23 mercado de valor. Es una empresa que tenía un
24 accionista y otro accionista y otro accionista.

25 Entonces es importante tratar -- lo que

17:07:49 1 estamos haciendo al fin y al cabo es medir cuál es
2 la rentabilidad mínima esperada de los accionistas.

3 Entonces tenemos una idea, una noción de
4 por qué era una empresa pequeña, hay que añadirle
5 una prima. Entonces tenemos que cuantificarlo. Y
6 la manera más adecuada de cuantificar lo que yo
7 encontré fue utilizar esta base de datos.

8 P Estoy un tanto en desacuerdo con usted en
9 lo que hace a lo que estamos tratando de hacer aquí.
10 Es decir, según entendí la idea en su informe, la
11 prima por tamaño refleja un riesgo adicional que un
12 comprador o un vendedor de Guaracachi en mayo de
13 2010 habría atribuido a los flujos de caja de la
14 empresa. ¿No es esto justo?

15 R Una prima de riesgo o sea un riesgo
16 adicional a los flujos de caja debido al tamaño de
17 EGSA, sí.

18 P Y lo que interpretamos aquí en Ibbotson es
19 que si existe el fenómeno de una prima por tamaño,
20 ocurre en enero. Y la única razón por la cual lo
21 explican Ibbotson y Morningstar es que no tiene nada
22 que ver en realidad con el riesgo de las empresas
23 subyacentes. Para nada.

24 R Aquí estoy en desacuerdo con usted, porque
25 si vamos a la página otra vez, decía una explicación

17:09:33 1 potencial. Y no creo que demostraran. Dicen a lo
2 mejor es eso, pero no creo que hay ninguna prueba
3 aquí, ningún estudio empírico que dice sí es eso, lo
4 demostramos.

5 P Fama y French son economistas bastante
6 conocidos. ¿Verdad?

7 R Sí.

8 P Y ellos observan el efecto del tamaño
9 entre 1963 y 1990. ¿Correcto?

10 R Sí, porque earlier studies creo que
11 escribieron bastante sobre el tema.

12 P Anteriores, estudios anteriores en la
13 década de los 90. Y Fama y French completaron un
14 nuevo estudio en el 2012. ¿Correcto?

15 R Correcto.

16 P En sus informes usted no consideró a Fama
17 y French. ¿Correcto?

18 R La razón por ello es que es un estudio de
19 2012, dos años después de la fecha de valuación. Y
20 teniendo en cuenta que los estudios académicos
21 tardan bastante tiempo en llegar a la práctica
22 habitual del análisis financiero, porque normalmente
23 se publica un artículo en una revista académica, y
24 luego otros economistas lo ven, lo critican, lo
25 apoyan, hacen otras pruebas con otros datos y así.

17:11:06 1 Eso es lo que pasó con el primer estudio de Fama.
2 Fama y French hicieron su estudio en los años 90,
3 fue ampliamente criticado, revisado y apoyado y así
4 y se llegó a un consenso.

5 Entonces el artículo nuevo de Fama y
6 French, lo respeto mucho, lo voy leer con cuidado y
7 así pero yo creo que va a tardar algunos años en
8 llegar a un consenso sobre si su análisis es
9 preciso, adecuado y alentado por todos los analistas
10 financieros.

11 P Pasemos ahora al separador 12, que es el
12 estudio mismo y pase a la página 459. Pieza
13 probatoria C272. Podemos ver cuál es la muestra que
14 ellos usan, datos y variables. Y allí dice que el
15 período de muestra es de noviembre de 1989. A la
16 izquierda, la columna de la izquierda. Justo debajo
17 de 3, Datos y variables, ellos analizan un período
18 de muestra de noviembre de 1989 a marzo de 2011.

19 ¿Lo ve?

20 R Sí.

21 P Y pueden ver la muestra que utilizan hacia
22 el pie de esa página 23, Mercados desarrollados en
23 cuatro regiones. ¿Lo ve?

24 R Sí, también veo que a principios de este
25 párrafo dice: "El corto período de análisis reduce

17:13:22 1 el poder de nuestros tests." Que es lo que me
2 refería antes que esto a mí me parece un estudio
3 preliminar que otra gente va a tener que contrastar
4 con más datos, más período, más información.

5 P ¿Conoce usted algún informe ulterior más
6 preciso que éste?

7 R No. Y sin publicar tampoco.

8 P Y si usted leyó algo, ya sea en un
9 artículo o que no sea un artículo de esta índole o
10 alguna crítica de algún economista principal, usted
11 nos hubiera dicho a estas alturas. ¿Verdad?

12 R No entendí la pregunta.

13 P ¿Es correcto asumir que usted no vio
14 ninguna crítica de este informe a la fecha?

15 R No, tampoco he estado buscándolo
16 activamente. Una vez vi que era un estudio
17 publicado en el 2012, no fue mi prioridad
18 criticarlo. Me parece que no ha sido un informe, ni
19 siquiera me refiero a él.

20 P Pase, de vuelta la página, página 460 en
21 la columna de la derecha, 4.1, Rendimientos
22 explicativos. Y al comienzo del segundo párrafo
23 dice que no hay una prima por tamaño en ninguna
24 región durante este período de la muestra. ¿Lo ve?

25 R Sí.

17:15:11 1 P ¿Está usted en desacuerdo con esta
2 conclusión?

3 R Esto cuando lo leí vea que esto viene
4 bastante al principio de su estudio bajo la sección
5 llamada Summary Statistics. ¿De acuerdo?

6 O sea, eso no involucra ningún estudio por
7 su parte. Es simplemente tomar los datos tal como
8 los han recogido y presentar lo que ellos dicen la
9 media, la desviación estándar y el estadístico test.

10 Es más adelante en el informe cuando verá
11 que va a la sección 5, 6 y siguientes, allí es donde
12 van a mirar exactamente qué es lo que determina los
13 retornos a las empresas pequeñas. Esto sólo es un
14 punto preliminar, sin ningún filtro, sin tener
15 ningún parámetro fijo que pueda controlar si hay
16 otros factores que están explicando.

17 Si ve en la tabla número 1, además de
18 "size" hay muchos otros factores en la página 461 que están
19 tratando de ver qué es lo que puedo explicar y ver
20 qué correlaciones hay. Esto -- esta afirmación de la
21 página 460 la veo, la entiendo, pero se está
22 refiriendo a los datos sin ningún tipo de análisis
23 por ellos.

24 P Discúlpeme, señor presidente, mi pregunta
25 es la siguiente.

17:16:38 1 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
2 ¿Le parece que debemos pasar a las conclusiones?
3 SEÑOR FLORES: No se repite allí. De hecho
4 vaya a la conclusión si quiere y verá que es
5 bastante difícil de entender. Es por esto que elegí
6 no referirme al informe.
7 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
8 Gracias.
9 Doctor Rubins.
10 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): El
11 profesor Damodaran, sobre quien hemos estado
12 hablando ampliamente, se menciona también
13 ampliamente en su informe. ¿Correcto?
14 SEÑOR FLORES: Utilizo sus datos y sus
15 escritos, sí.
16 P De hecho, no sé si lo podemos determinar
17 estadísticamente, pero usted lo cita más que a
18 cualquier otra fuente.
19 R Creo que también me basó mucho en Ibbotson
20 Morningstar. No he calculado tampoco cuál de las
21 dos fuentes utilizo más.
22 P Fijémonos en el separador 21, por favor,
23 que es el blog de Damodaran sobre mercados. Musas de
24 los mercados. Y si usted se fija al final de su
25 texto, el último párrafo comienza de la siguiente

17:18:23 1 manera: "Nunca utilicé un modelo francés." Y esto
2 hace referencia a ese modelo que asume una prima por
3 riesgo o utilicé en una evaluación intrínseca.

4 Y si yo creo que una acción de empresa
5 pequeña es más -- tiene más riesgo que otra de una
6 empresa grande, tengo la obligación de pensar en el
7 aspecto fundamental o la razón económica e
8 incorporar esto en el riesgo y el modelo de
9 rendimiento o en el modelo. Y a esto le sumo una
10 pequeña prima de riesgo. Y si se agrega una pequeña
11 prima por empresa pequeña, me parece que es un tanto
12 desordenado.

13 ¿Es posible que me responda por sí o por
14 no? ¿Usted está en desacuerdo con el profesor
15 Damodaran en este tema? Y no necesito saber por qué
16 el abogado de Bolivia puede hablar con usted.

17 R (Interpretado del inglés) Sí, estoy en
18 desacuerdo con el profesor Damodaran en este punto.

19 P Gracias.

20 En el modelo de Ibbotson que usted utiliza
21 para la prima por país para llegar a la valoración
22 de la misma, ¿es correcto entender que el tamaño de
23 corte para agregar alguna prima por valor es una
24 capitalización del mercado de 14.600 millones de
25 dólares? ¿Es esto justo?

17:20:16 1 R Lo tengo en mi presentación, se lo puedo
2 confirmar. Sí, la página 27 de mi presentación.

3 P También podemos ver el original, pero por
4 ahora esto es suficiente. Aquí la prima positiva
5 por tamaño comienza en el decil 2, donde el punto de
6 corte es 14.691.668. ¿Es esto correcto?

7 R Sí.

8 P ¿Entonces sostiene usted que todas las
9 empresas del mundo con una capitalización de mercado
10 inferior a 14.600 millones de dólares debiera atraer
11 una prima por tamaño?

12 R (En español) Sí. Habla de 7,9, que no es
13 muy grande.

14 P Y usted sostiene que los valuadores en el
15 mercado cada vez que analizan una empresa de 14.600
16 millones de dólares o menos estarían agregando una
17 prima por riesgo de este tamaño.

18 R ¿Su pregunta era si es mi posición?

19 P Sí.

20 R No, creo que cuando llegamos a estos
21 extremos en los deciles 1, 2, 3 y 4, creo que allí
22 supongo que habrá más variedad en cómo se enfoca el
23 tema. Nuevamente, ese tipo de análisis se utiliza
24 con mucha más frecuencia cuando estamos llegando a
25 la parte baja de la tabla.

17:22:46 1 Incluso es el caso de que Ibbotson
2 Morningstar en este mismo estudio y cada año lo
3 actualiza. Para el decil número 10 lo rompen en
4 varios deciles intermedios, porque allí es donde
5 está el debate, allí es donde está el efecto de
6 prima de riesgo. Y normalmente la gente no se
7 enfoca tanto en los 2, 3, 4 y 5, sino que se van
8 abajo de la tabla.

9 Por ejemplo en el caso ese donde el
10 profesor Spiller de Compass Lexecon estaba
11 trabajando para Guatemala, él utilizó una subsección
12 del decil 10 para aplicarla allí. Los dos expertos
13 en ese caso utilizaron la prima de tamaño. La
14 discusión que estaban teniendo era si utilizar el
15 10A o el 10B o el 10C, o sea subsectores de la
16 última categoría.

17 P Allí hay mucha información que debemos
18 abordar.

19 Comencemos con lo siguiente. En Ibbotson
20 Morningstar hay primas más pequeñas para empresas
21 relativamente grandes. ¿Correcto?

22 R Correcto, sí.

23 P Y la razón por la cual son más pequeñas es
24 que si se necesita una prima por tamaño, esta prima
25 por tamaño es menos importante a medida que aumenta

17:24:21 1 el tamaño de la empresa. ¿Correcto?

2 R ...

3 P Sí pero lo que usted me dijo es que de
4 hecho la prima por tamaño desaparece con el aumento
5 de tamaño de la empresa. No sólo que se achica sino
6 que tal vez sea inexistente. Me parece que eso es
7 lo que usted dijo, no sé si malentendí.

8 R ...que se cae o que desaparece. Yo lo que
9 digo es que habría más variedad entre los analistas
10 financieros en si utilizarla sí o no. Quizás unos la
11 utilizarían, otros no. Yo creo que el consenso es
12 mucho más elevado en que se tiene que utilizar una
13 tasa de tamaño -- perdón, una prima de tamaño cuando
14 llegamos a los últimos deciles de esa tabla.

15 P Usted mencionó el caso de Guatemala y
16 mencionó también la subdivisión en ese caso en la
17 conversación entre los expertos del décimo decil
18 entre 2 A y 2B.

19 R Sí.

20 P 10A y 2B están también divididos en
21 Ibbotson. ¿Correcto?

22 R Sí.

23 P Entonces en realidad hay cuatro categorías
24 de deciles 10.

25 R No me acuerdo. Sé que hay varias. No sé

17:25:49 1 si son 4 o 6. ¿No? Puedo visualizar la tabla, pero
2 no me acuerdo exactamente cuántos hay.

3 P Le voy a mostrar una vez más en el
4 separador 23, E013, la tabla 7/6. Cuadro 7/6,
5 página 91 del informe de Ibbotson. Arriba a la
6 izquierda.

7 Y aquí vemos el desglose de ese décimo
8 decil, y lo vemos subdividido como W, X, Y y Z.

9 R Sí.

10 P La categorización correcta de Guaracachi
11 si uno fuese a utilizar todo esto sería 10X.
12 ¿Verdad?

13 Permítame que le explique esto. Usted
14 utilizó el valor en libros del capital propio de
15 Guaracachi para encontrar su lugar en el decil de
16 Ibbotson Morningstar. ¿Verdad?

17 R ... informe es que aunque mencioné en el
18 primer informe que me referí, creo que era en una
19 nota de pie de página al valor en libros de EGSA,
20 que de cualquier manera que se mire pertenece al
21 grupo 10. No hay discusión sobre esto. Incluso si
22 uno toma el valor de empresa propuesto por el doctor
23 Abdala.

24 Entonces no importa cómo uno lo mire,
25 estamos en el 10.

17:28:06 1 La razón por la cual me quedé en el 10 y
2 no fui a estos 10X, 10Y, 10Z era porque entonces es
3 porque estamos presuponiendo la respuesta. Yo mi
4 suposición es que el valor empresa de EGSA era menor
5 que lo que dice el doctor Abdala.

6 Entonces me podían acusar de circularidad.
7 ¿No? Si yo voy y digo la empresa vale tanto, por lo
8 tanto le pago una prima de tamaño mayor y entonces
9 me sale una tasa de descuento más alta y entonces me
10 cae el valor, entonces eso no se puede solucionar.
11 Es por eso que me abstuve de utilizar esta
12 subdivisión y sólo me quedé en el decil número 10
13 general para cuando hay una discusión de que no
14 puede ir al decil 9 o al decil 8.

15 P Entiendo, y estoy de acuerdo que esto
16 sería circular. Pero lo que le quiero decir es que
17 esta es la razón, en realidad lo que usted hizo. Si
18 usted para estos fines solamente yo entiendo que
19 usted no está de acuerdo con el valor del capital
20 propio, lo entiendo. Pero usted lo está tomando
21 para estos fines para tener un punto de referencia
22 para este fin. Lo entiendo.

23 Pero si usted va a hacer eso, 133,7, que
24 es la cifra -- perdón, 133,7 está dentro de 10X. Y
25 si uno lo coloca en la categoría correcta y uno

17:29:40 1 asumiese que se debe aplicar una prima por tamaño,
2 necesitamos analizar en la página siguiente, en la
3 92, las diferentes primas por tamaño en el informe
4 para cada uno de los cuatro subdeciles.

5 R Sí.

6 P Entonces 10X, que se corresponde a un
7 valor de libro de capital propio de 137,7, de
8 acuerdo con Ibbotson y Morningstar implica una prima
9 por tamaño de 4,91 por ciento y no de 6,82 por
10 ciento. ¿Correcto?

11 R Estoy buscando la otra tabla para
12 comparar. Sí. Sí. Me sabrán admitir que no
13 escuché la última parte de su pregunta. Mea culpa.

14 P Si uno fuese a utilizar el subdecil de
15 Ibbotson que corresponde a un valor del capital
16 propio en libros de 133,7, la prima de tamaño
17 adecuada sería el 4,9 por ciento y no 6,8 por
18 ciento. ¿No es cierto?

19 R Sí. 7.7. Eso es lo que dice.

20 P Pasemos ahora al separador 14, es el C300.
21 Es parte de los informes del banco de inversión. Y
22 vamos a ir a la página 47. Las páginas no están
23 exactamente en orden en este documento. Y vamos a
24 pasar a ver este informe del Banco Santander, que es
25 un informe de análisis. ¿Correcto eso?

17:32:30 1 R Sí, correcto.

2 P Y está haciendo una valuación de ENDESA y
3 de sus subsidiarias. ¿Correcto?

4 R Bien, el objetivo de este informe, como yo
5 lo veo, es proponer un precio para las acciones de
6 ENDESA Latinoamérica. O sea, no si están haciendo
7 una aprobación individualizada de subsidiarias sino
8 más de bien de toda la empresa. Al final su
9 recomendación es que la empresa vale 63 dólares
10 por acción en la página 44.

11 P Si pasa usted a la página 46, verá usted
12 valuación precio por acción. Al pie de la página
13 dice que estamos poniendo un precio objetivo de 63
14 acciones por acción para ENDESA Chile. Este es un
15 informe de valuación, y hubiese pensado que de esta
16 forma se hubiese presentado en el informe de Compass
17 Lexecon. Pero usted no dice nada en su informe
18 refutatorio, ¿así que por lo menos podemos acordar
19 para poder seguir adelante que se trata de una
20 valuación de las subsidiarias de ENDESA?

21 R No creo que en ningún sitio del informe de
22 Compass Lexecon se diga que esto es una valuación de
23 subsidiarias de ENDESA, de ENDESA Chile. Si quiere
24 me puede enseñar. Pero no recuerdo en ningún lugar
25 que dijeran en Compass Lexecon subsidiarias de

17:34:28 1 ENDESA Chile.

2 P Pase a la página 46, por favor. Dice allí
3 Valuación, en el pie de la página y da un precio
4 para ENDESA Chile. Esa es la valuación de ENDESA
5 Chile. ¿Es así, no, podemos seguir adelante?

6 R El valor que ellos recomiendan para el
7 precio de una acción de ENDESA Chile. No es la
8 valuación de la compañía sino de una acción de la
9 compañía.

10 P Uno supondría entonces que el precio para
11 toda la empresa es un poco mayor. ¿No es cierto?
12 ¿Eso es lo que quiere decir usted?

13 R Un poco mayor posiblemente. (Interpretado
14 del inglés) Sí, debido a la prima de control.

15 P En la página 47 en la figura 10 pueden ver
16 ustedes que los valores del capital propios del
17 Chocón y Costanera se brindan en la tercera columna
18 para el capital propio. Es 165 millones y 1,14
19 millones. ¿Lo ve?

20 Se trata de valores de capital propio más
21 bajos que 214 millones de dólares. Están en el
22 decil más bajo.

23 R Sí.

24 P En la figura sobre la figura 9 podemos ver
25 los elementos de la tasa de descuento de WACC para

17:36:18 1 cada una de las subsidiarias, incluidas aquellas de
2 Chile por ejemplo, y no hay prima de tamaño que se
3 aplique a las subsidiarias de ENDESA. ¿No es
4 cierto?

5 R No lo pondría. Estamos hablando aquí de
6 una sola empresa. Lo que están valuando dice el
7 precio son 63 dólares por acción, lo que ellos
8 recomiendan.

9 Lo que están diciendo es esta es una
10 empresa que está operando en Chile con actividades
11 relacionadas en Sudamérica. Y por supuesto tiene
12 muchas cosas en común. Para EGSA, como vimos el
13 otro día, le es imposible acceder a financiación en
14 mercados internacionales a no ser que sea con la
15 CAF. No pudieron ir a París a obtener bonos como
16 AES Gener.

17 Sin embargo, aquí son empresas que están
18 muy relacionadas. Supongo que los directivos de una
19 empresa están relacionados con los directivos de la
20 otra. Creo que oímos el otro día que el
21 departamento de auditoría de EGSA constaba de una
22 persona.

23 PRESIDENTE JÚDICE: Una duda. Usted dice que
24 no puede ir a París. ¿Eso es información factual o
25 es una conclusión de contenido?

17:37:37 1 SEÑOR FLORES: Es mi conclusión después de
2 haber oído y leído la evidencia en este caso, de que
3 toda la deuda de EGSA fue contraída dentro de
4 Bolivia.

5 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
6 Estamos hablando de sus informes, porque sus
7 informes, ambos estaban elaborados antes de escuchar
8 las declaraciones y usted llegó a la conclusión que
9 usted no modificó por una forma u otra, y usted
10 explica en su segundo informe en el párrafo 126 las
11 razones por las cuales usted utiliza la prima de
12 tamaño. Y francamente nada de lo que usted dice
13 allí está incluido en esa instancia.

14 La única explicación de hecho que usted
15 brinda, la única, es su nota al pie que tiene que
16 ver con la bibliografía y con el profesor Spiller.
17 No hay explicación alguna en su artículo o en su
18 informe respecto de por qué en este caso en
19 particular usted aplicaría una prima por tamaño
20 excepto simplemente por el tamaño. Es la única
21 razón que usted brinda, ¿no es justo decir eso? Es
22 la única razón que usted proporciona. ¿No sería
23 justo decir eso?

24 R ...lo que escribí en el primer informe.
25 En mi segundo informe no repetí lo que ya había

17:39:54 1 dicho en el primer informe. Eso le da una visión
2 más global de mi posición en este tema.

3 P Volví a su primer informe y lo que usted
4 dice es que la bibliografía financiera dice que las
5 empresas más pequeñas generalmente producen retornos
6 más grandes que las empresas más grandes y los
7 mercados perciben que hay más riesgo en invertir en
8 una empresa pequeña que en una empresa grande, según
9 perciben los mercados. Es lo único que dice, no se
10 dice nada respecto de Guaracachi, nada específico
11 respecto de la empresa que ahora según usted piensa
12 es tan importante.

13 R Pasé muchas páginas explicando la
14 situación financiera de EGSA. Y eso se relaciona
15 con el tamaño limitado que tenía EGSA. Yo creo que
16 todo eso es relevante a la prima de tamaño. Quizás
17 no está en la misma sección, pero todo eso se
18 explica.

19 P Doctor Flores: no solamente no está en la
20 misma sección sino que no está relacionado de
21 ninguna forma a la prima por tamaño que figura en su
22 informe.

23 Creo yo que tenemos que seguir adelante
24 dado que no tenemos más tiempo. ¿Ha visto usted las
25 muestras de los informes de Santander que están en

17:41:25 1 el C300?

2 R Vi la versión PDF y los miré buscando
3 palabritas en la búsqueda de esto. Pero pensé que
4 eran más de cien páginas, o sea no lo he leído
5 página por página, si a eso se refiere.

6 P Supongo yo que no le sorprendería, sobre
7 la base de lo que usted acaba de ver o de decir, que
8 ninguno de los informes de Santander incluyen una
9 prima por tamaño para ninguna de las empresas
10 revisadas.

11 R El profesor Damodaran está en contra de la
12 prima de riesgo. Ese es un dato que tenemos y no lo
13 discuto.

14 El profesor Damodaran en sus modelos dice:
15 Yo lo voy a hacer de otra forma distinta, calculando
16 más los flujos caja y así.

17 Y lo que ahora sabemos con este anexo C300
18 es que el grupo de analistas en Santander Chile, que
19 tienen una o dos personas también en Brasil, pero
20 ese grupo de analistas, que son 3 o 4 personas,
21 ellos tampoco lo aplican. Eso es lo único que
22 sabemos.

23 El profesor Abdala -- perdón, doctor
24 Abdala en su segundo informe nos dijo: mire la
25 multitud de analistas financieros que no aplican la

17:42:40 1 tasa de tamaño. En realidad ahora sabemos que es
2 uno, y no lo disputo. Sí, es verdad, ellos no lo
3 aplican; yo sí lo aplico.

4 P Usted también es uno, lo sabemos también
5 eso. Usted no presentó con su segundo informe
6 ningún otro informe de analistas bancarios de bancos
7 de inversión respecto de las empresas que como ésta
8 agregan la prima para tamaño.

9 R ...tenía acceso a una base de datos que le
10 proporciona estos informes gratis. Y yo no la
11 tengo, por lo tanto no pude buscarlo.

12 P Con mucho gusto tomaremos un receso.

13 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Si pudiéramos tener una
14 indicación de más o menos cuánto tiempo más van a
15 necesitar nuestros colegas. Obviamente no es ningún
16 compromiso ni va a ser una limitación, pero para
17 organización.

18 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Una
19 hora hasta ahora es lo que utilicé. Ciertamente
20 esperaba poder terminar en 45 minutos. Podríamos
21 decir quizás una hora. No creo que sea más de una
22 hora.

23 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
24 Está a mitad de camino, doctor Flores. Vamos a
25 hacer un receso de quince minutos.

17:44:49 1 Doctor Flores: usted puede retirarse por
2 un momento pero no puede hablar con nadie. Gracias.

3 (Pausa para el café.)

4 PRESIDENTE JÚDICE: (Interpretado del inglés)
5 Continuemos.

6 SEÑOR FLORES: ¿Puedo decir una cosa? Es muy
7 breve. Observo que aquí tienen una traducción en
8 inglés de mi segundo informe y recién noté que la
9 traducción es incorrecta en el párrafo 141. Supongo
10 que esto debe ser interno de ustedes o no sé si está
11 en el expediente.

12 SEÑORA RICHARD: No está en el expediente.

13 SEÑOR FLORES: No está. Así no importa. Por
14 favor revisen el 141, el inglés está mal.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Para el Tribunal trabajamos
16 en su versión española. No tenemos la traducción,
17 pero mismo que hubiera, trabajaremos en su versión
18 oficial.

19 SEÑOR FLORES: Muy bien. Gracias.

20 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Doctor
21 Flores: estábamos hablando de los informes de
22 analistas y usted dijo al respecto que la razón por
23 la cual no analizó ni buscó otros informes de
24 analistas que podrían tener, me imagino, una prima
25 por tamaño a las valuaciones, fue porque no estaba

18:05:31 1 abonado a ninguna de ellas. ¿Lo recuerda?

2 SEÑOR FLORES: Sí.

3 P Y usted también dijo que Compass Lexecon
4 tiene una suscripción gratuita.

5 R No quise decir que era gratis. Quise
6 decir que ellos la tienen. Eso es lo que quería
7 decir.

8 P Entonces usted entiende que ellos habrían
9 pagado esa suscripción.

10 R Sí.

11 P ¿Y usted entiende que usted podría haber
12 pagado por ella?

13 R Yo tengo una prima de riesgo de tamaño de
14 empresa pequeña. Econ One es más pequeña que Compass
15 Lexecon.

16 P ¿Le pidió al abogado de Bolivia que
17 cubriese ese costo?

18 R No, no se lo pregunté, pero estaba bien
19 seguro que no sería un gasto que sería aprobado.
20 Tampoco creo que fuera una cuestión central a la
21 discusión una vez demostré que el análisis del
22 doctor Abdala no tenía ninguna base.

23 P Pasemos a la prima por riesgo país.

24 Usted y el doctor Abdala acuerdan que es
25 necesario sumar una prima por riesgo país para

18:07:01 1 representar la diferencia de riesgo entre la
2 inversión dentro de una jurisdicción sin riesgo como
3 los Estados Unidos y fuera, como por ejemplo
4 Bolivia. ¿Correcto?

5 R No exactamente. Yo diría que los Estados
6 Unidos no tiene ningún riesgo. O sea, yo creo que
7 invertir en Estados Unidos tiene riesgo. Lo que
8 estamos midiendo es el riesgo adicional de invertir
9 fuera de economías maduras como los Estados Unidos.

10 P Y usted también está en desacuerdo con el
11 doctor Abdala cuando afirma que el enfoque de la
12 deuda soberana es la metodología más usual.

13 R ¿Que estoy de acuerdo o en desacuerdo?

14 P Yo entiendo que usted está en desacuerdo
15 con la afirmación que el enfoque de la deuda
16 soberana que utiliza doctor Abdala es la metodología
17 más usual.

18 R La metodología es aceptada, pero no
19 necesariamente diría que es la más aceptada.

20 P ¿Pero usted acepta usarla como el primer
21 paso en su análisis de la prima por riesgo país?

22 R Correcto.

23 P Entonces, el enfoque de la deuda soberana
24 que ambos usan para debatir el tema de la prima por
25 riesgo país toma los bonos de los Estados Unidos y

18:08:34 1 los compara con otros bonos con el mismo nivel de
2 madurez.

3 R Ese es el enfoque, sí.

4 P Y no había información sobre los bonos
5 soberanos de Bolivia a mayo del 2010, con lo cual el
6 doctor Abdala utilizó un valor representativo de
7 EMBI, es decir el índice de los mercados emergentes
8 donde se utilizan calificaciones soberanas que
9 recibió Bolivia a través de los diferentes
10 organismos.

11 R Sí.

12 P ¿Y usted está de acuerdo que se trata de
13 algo pertinente en estas circunstancias?

14 R Un paso para establecer la prima de riesgo
15 país, sí.

16 P Y el doctor Abdala utiliza un promedio a
17 un año del rendimiento de estos bonos que obtiene
18 por el valor representativo de EMBI. ¿Correcto?

19 R No estoy seguro pero tomo su
20 representación como correcta, sí.

21 P Se encuentra en el párrafo 161 del primer
22 informe de Compass Lexecon.

23 Usted acepta que el valor representativo
24 de EMBI es una de las maneras pertinentes de
25 determinar la prima por riesgo país, esto sujeto al

18:09:49 1 multiplicador de 1,5.

2 R No hablo mucho del multiplicador del 1 y
3 medio por ciento, pero que quede claro que lo que
4 estamos multiplicando es por un número que es la
5 volatilidad relativa en los retornos a las acciones
6 dividido por el retorno a los bonos. Como
7 simplificación, dado que no teníamos datos para
8 Bolivia, utilizamos 1,5, que es un promedio para
9 muchos países. Si tuviéramos datos, podríamos
10 utilizar un dato específico calculado que podría ser
11 mayor o menor que 1,5.

12 P Y como base usted acepta que 7,02, que es
13 el resultado de EMBI al cual llega el doctor Abdala,
14 es adecuado como una base.

15 R El riesgo adicional que los inversores en
16 bonos requieren para invertir en Bolivia en vez de
17 invertir en los Estados Unidos.

18 P Su respaldo en el uso del multiplicador de
19 1,5 es la palabra del profesor Damodaran.

20 R Correcto.

21 P Y en su primer informe usted no suministró
22 ninguna otra explicación para el uso de multiplicar
23 1,5.

24 R No lo creo.

25 P Pasemos ahora a la fuente que usted cita,

18:11:25 1 que es el artículo del 2003 del profesor Damodaran,
2 E025, que usted encontrará en el separador 24.

3 Estamos interesados en la parte que
4 comienza en la página 7. Damodaran, como usted
5 dice, ofrece diferentes maneras para medir una prima
6 por riesgo país, y la primera es la que acabamos de
7 describir en la cual utiliza el margen del
8 incumplimiento de los bonos. En segundo lugar son
9 las desviaciones estándar. Y en tercer lugar una
10 combinación de los márgenes por incumplimiento y las
11 desviaciones estándar.

12 Entonces usted aquí está analizando una
13 tercera manera al agregar 1,5. Esta es una
14 combinación de ambos métodos. ¿Correcto?

15 R Estoy mirando. A ver, sí, exacto.

16 P En la página 11 el profesor Damodaran
17 compara los tres enfoques y muestra el enfoque
18 combinado, el tercero que usted utiliza. Por lo
19 general da primas más altas. ¿Verdad? Primas más
20 altas de capital. ¿Verdad?

21 R Sí, es correcto. La tabla 1 también dice
22 que (Interpretado del inglés) "Nosotros creemos que
23 las grandes primas por riesgo país que emergen del
24 último enfoque son las más realistas para el futuro
25 inmediato. Pero las primas por riesgo país

18:13:58 1 declinarán con el tiempo."

2 P Esto sugiere que el tercer enfoque es
3 mejor para el corto plazo. ¿Correcto?

4 R Si quiere, sí. Lo que pasa es que como
5 indica, a medida que avanzamos en el tiempo
6 eventualmente sí podría ser que entonces vaya
7 bajando el riesgo.

8 P ¿Qué es lo que usted considera una
9 inversión a largo plazo?

10 R Bueno, depende. Como indiqué en el
11 segundo informe mío en el párrafo 141 allí digo: "No
12 estoy en desacuerdo con la posibilidad teórica de
13 que a muy largo plazo la volatilidad de las acciones
14 tienda a converger con la de los bonos." Pero
15 entonces me refiero a la realidad de los Estados
16 Unidos que incluso después de tanto tiempo no ha
17 habido tal convergencia en los Estados Unidos.

18 Entonces si en casi un siglo de datos no
19 se ha alcanzado tal convergencia en los Estados
20 Unidos, no creo que la convergencia se alcance en
21 economías emergentes en un período similar. O sea
22 quizás dentro de cien años Bolivia tendrá el mismo
23 retorno, la misma volatilidad para acciones que para
24 bonos. Pero no creo que en las próximas décadas eso
25 vaya a ocurrir.

18:15:39 1 P Damodaran claramente no coincide con usted
2 en este texto, doctor Flores. Si nos fijamos, él
3 está diciendo -nosotros creemos- que estas primas
4 más grandes que resultan de su método son más
5 realistas para el futuro inmediato. Inmediato.

6 Pero quiere decir no son las más realistas
7 con el transcurso del tiempo.

8 Entonces, el contraste no es entre cien
9 años y treinta, sino entre el futuro inmediato y el
10 futuro no inmediato.

11 ¿No está de acuerdo con ello?

12 R Presentamos en nuestro segundo informe, el
13 profesor Damodaran hace análisis a diez años, que
14 para mí seguro que no es el futuro inmediato y aun
15 aplica esos factores. Por lo tanto estoy en
16 desacuerdo con usted de que el immediate future
17 quiere decir hoy y mañana sólo. Y lo que el doctor
18 Abdala dice: y sólo unos días o unos meses. No, no
19 creo que eso es a lo que se está refiriendo el
20 profesor Damodaran.

21 P ¿Cree usted que cuatro años es el corto
22 plazo?

23 R Supongo que estaría en la frontera. Yo lo
24 llamaría más bien medio plazo.

25 P Pasemos a su segundo informe en el párrafo

18:17:25 1 207. Aquí usted habla sobre flujos de caja para los
2 acreedores como financiamiento. Y usted dice (En
3 español) "Como el que asume Compass Lexecon no es un
4 plan a corto plazo".

5 (Interpretado del inglés) Cuatro años no
6 es corto plazo. ¿Correcto?

7 R Medio plazo, como acabo de decir.

8 P Y 28 años por cierto que es largo plazo.
9 ¿Verdad?

10 R Sí. Todo depende de las fronteras que
11 usted me delimite. ¿No?

12 Para el contexto este de decidir a qué
13 punto podemos estar razonablemente seguros de que la
14 volatilidad relativa habrá disminuido y habrá
15 desaparecido, yo creo que el parámetro es distinto
16 hablar de corto plazo, largo plazo, muy corto plazo
17 que cuando estamos hablando de si voy a pagar a mi
18 proveedor de gas o no le voy a pagar. Aquí el corto
19 plazo es distinto en ambos contextos.

20 P En la página 12, si da vuelta la página,
21 en el artículo de Damodaran, puede ver en el primer
22 párrafo completo que Damodaran hace referencia a la
23 posibilidad de ajustar la prima obtenida por su
24 enfoque en una valuación con el transcurso del
25 tiempo.

18:19:13 1 Pero usted no lo hace en su modelo.

2 ¿Verdad?

3 R No, es verdad. No, no lo hago porque no
4 tenía ninguna base cuantitativa para hacerlo. Si se
5 fija, aquí el doctor Damodaran está hablando en
6 términos relativos. ¿No? A medida que llegamos a más
7 largo plazo, y así. Pero la realidad es que él sólo
8 en los ejemplos que adjunté a mi informe, el
9 profesor Damodaran dice: para el terminal value,
10 para el valor residual de la compañía, entonces sí
11 que le voy a sacar eso. Pero valor residual captura
12 flujos de caja infinitos a partir de un punto de
13 tiempo. O sea, no se define.

14 Yo no he visto nada del profesor Damodaran
15 que diga: utilícenlo por 10 años o 12 años o 15 años
16 y luego dejen de utilizarlo. O utilícenlo al cien
17 por cien por los primeros diez y luego yendo en
18 escalones hasta el año número 20. No hay ninguna
19 investigación del profesor Damodaran o de cualquier
20 otra persona que yo lo haya visto que me permita
21 cuantificar eso. Por lo tanto lo dejé en ese
22 momento.

23 Cabe señalar que incluso que si en algún
24 momento hubiera empezado a disminuir la tasa de
25 descuento de forma progresiva a partir del año 2022,

18:20:29 1 2025 así, los resultados en mi modelo serían
2 bastante reducidos en el sentido de que a esas
3 alturas los flujos de caja ya están muy descontados.

4 P El profesor Damodaran ilustra abajo en el
5 párrafo y dice: "Por ejemplo, las primas por riesgo
6 país para el Brasil según el método que usted
7 utiliza con el multiplicador de 1,5 por ciento,
8 sería 7,67 por ciento para el próximo año. Pero
9 declinará con el tiempo a 6,01 por ciento , es
10 el margen por incumplimiento del país o el 3,60 por
11 ciento, desviación standard relativa". ¿Lo ve? Al
12 final del mismo párrafo que usted estaba leyendo,
13 arriba en la página, 12.

14 R Sí, lo veo.

15 P Él está sugiriendo que incluso con el uso
16 de su multiplicador sin ningún indicador
17 cuantitativo de tipo alguno sería pertinente
18 declinar después del año inicial del resultado más
19 alto para riesgo por país. ¿Correcto?

20 R No da ninguna indicaciones de cómo eso
21 ocurriría. Y sabemos que en otros estudios de él,
22 él lo mantiene fijo durante cinco o diez años.
23 Estos son los que yo he encontrado.

24 P Pasemos ahora al separador 15, C308. Y
25 esta es la famosa hoja de cálculo de Damodaran. Ya

18:22:50 1 analizamos la columna del margen por incumplimiento.
2 En el caso de Bolivia tenemos 550 puntos base.
3 Y arriba en la página él explica cómo
4 llega a este margen por incumplimiento, esta es una
5 de las notas principales explicativas. Y él indica
6 especialmente en el corto plazo el multiplicador de
7 1,5 debiera ser, permítame que lo cite especialmente
8 en el corto plazo, la prima por riesgo país
9 seguramente será mayor a la de por incumplimiento.
10 No puede calcular mediante el cálculo del margen por
11 incumplimiento y multiplicarlo por la volatilidad
12 del mercado por capital relativo para ese mercado.
13 R Sí.
14 P Los 550 puntos de base que utiliza el
15 profesor Damodaran para Bolivia, eso se corresponde.
16 ¿Verdad? Con el 7,02 calculado por el doctor Abdala.
17 ¿Verdad? Para el margen por incumplimiento. ¿Verdad?
18 R Sí, pero en una metodología distinta en
19 ambos casos es medir una cosa sin multiplicarla por
20 un factor que tenga en cuenta la mayor volatilidad
21 de las acciones sobre los bonos.
22 P Precisamente cuando el profesor Damodaran
23 utiliza su multiplicador de 1,5 no mezcla métodos,
24 no aplica 7,02. Se lo aplica a 550. ¿Verdad?
25 R No entiendo la pregunta.

18:25:12 1 P El profesor Damodaran toma 550 puntos de
2 base que en su método es el método que incluye el
3 multiplicador de 1,5 como la valuación justa del
4 margen de incumplimiento. ¿Lo ve? ¿Me sigue?

5 R El doctor Abdala lo ha hecho de forma
6 distinta. Pero en todo caso se trata de buscar una
7 medida del retorno adicional de la deuda soberana de
8 un país sobre la deuda soberana de los Estados
9 Unidos.

10 P Seguro, pero el doctor Abdala cubre la
11 volatilidad de manera diferente. Damodaran cubre la
12 volatilidad con el multiplicador de 1,5 y esa es la
13 razón por la cual el profesor Damodaran llega a un
14 total usando el multiplicador de 1,5 de 8,5 por
15 ciento, que por supuesto es 1,5 veces los 550 puntos
16 de base. ¿Correcto?

17 R Eso es lo que hace el profesor Damodaran,
18 sí.

19 P Y lo que usted hizo es tomar de un método
20 diferente una tasa base más alta de 702 puntos base
21 y aplicarle a eso el multiplicador del profesor
22 Damodaran. ¿Es correcto?

23 R Sí, eso es correcto. Sí.

24 P Retornemos ahora al separador 14, que es
25 el informe de la banca de inversión en los seis

18:27:04 1 meses antes y después de la nacionalización. Y
2 pasemos a la página 47. Ya lo hemos visto antes.
3 Este es el cálculo del WACC de las subsidiarias de
4 ENDESA.

5 ¿Tenemos aún acceso a las diapositivas de
6 Compass Lexecon? Fijémonos en el riesgo país para
7 el Perú. El riesgo país para Perú, que es la última
8 columna en la página 47, figura 9, es 46 por ciento.
9 ¿Lo ve?

10 R Sí.

11 P Perdón, es 2,4 por ciento.

12 R Sí.

13 P Si ahora volvemos al separador 42, tenemos
14 la misma información que mostró el profesor Abdala
15 esta mañana, donde ven el margen de EMBI en diversos
16 informes. Y por ejemplo en agosto de 2009, también
17 está en pantalla, para agosto de 2009 tenemos a EMBI
18 con un nivel en agosto de 2009 de 2,4 por ciento, y
19 exactamente igual al riesgo país.

20 Y usted verá que se corresponden. Dice
21 diapositiva cero. ¿Está usted de acuerdo que el
22 riesgo país de C300 que acabamos de ver se
23 corresponde en gran medida con el margen por EMBI?

24 PRESIDENTE JÚDICE: (Interpretado del inglés)

25 ¿De qué documento está hablando, para que conste en

18:29:51 1 acta?

2 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): El
3 documento es un cuadro de Santander. Resume dos
4 cifras contenidas en ese informe. En primer lugar,
5 el margen de EMBI y en segundo lugar los indicadores
6 de riesgo país para diferentes momentos. Y lo que
7 quería confirmar es a la luz de que el margen de
8 riesgo país es igual para todos estos casos,
9 Santander informa que -- o sea, en el informe del
10 Banco Santander se dice que nosotros sabemos que no
11 se está multiplicando el riesgo por 1,5.

12 Bueno, lo que le estoy diciendo es que los
13 analistas de Santander, que los analistas de
14 Santander no están multiplicando el riesgo país por
15 1,5 en la valuación.

16 R Bueno. Una puntualización, que es que no he
17 comprobado los datos que están etiquetados EMBI
18 spread en esta columna. O sea, supongo que están
19 bien calculados. No se lo puedo certificar.

20 P Usted ha verificado los que están en el
21 modelo de Compass Lexecon y estuvo de acuerdo con
22 ellos. Pero no ha confirmado que estas cifras en
23 particular en este documento correspondan a ellos.

24 R Exacto.

25 P Lo entiendo.

18:32:01 1 Un par de preguntas más respecto de la
2 prima por riesgo de mercado. Abdala adoptó una
3 prima por riesgo de mercado del 5 por ciento
4 basándose en Damodaran. ¿No es cierto?

5 R Sí, correcto.

6 P Usted dice que Abdala eligió los valores
7 más bajos del límite de Damodaran o el rango, que
8 era del 5 al 6 por ciento. ¿Correcto?

9 R Correcto. Creo que eso se debía a que el
10 doctor Abdala no indicó -- o sea estaba utilizando
11 una fuente que luego él cambió.

12 P Si pasamos ahora al separador 3.
13 Separador 3 se trata del artículo de Damodaran que
14 ha generado este debate. Pasemos a la página 67.
15 Al final del primer párrafo de la página, la última
16 oración tiene la manifestación de Damodaran que
17 causó la diferencia de opinión. Dice que en octubre
18 de 2008, y esto lo dice en octubre de 2009: "Desde
19 octubre de 2008 yo he pasado a una prima de riesgo
20 de capital propio del mercado maduro de 5 a 6 por
21 ciento y continuaré utilizando esta prima más amplia
22 hasta que me convenza de otra forma." Es la última
23 oración del primer párrafo de la página. ¿Lo ve?

24 R No sabía si me preguntaba a mí o al
25 presidente. Sí, sí. Lo veo.

18:34:45 1 P Si pasamos a la página 77, vemos parte de
2 la información que utilizó Damodaran para llegar a
3 su conclusión en octubre de 2009, diferentes fuentes
4 y las primas. ¿Puede confirmar usted que el
5 resultado más alto en esta tabla es el 5,1 por
6 ciento?

7 R Sí.

8 P Pasemos ahora al separador 25. Se trata
9 del EO29, y es la versión actualizada de este
10 análisis de Damodaran de 2009, pero esto corresponde
11 a febrero de 2010 y habla de las primas por riesgo
12 de capital propio. Pase por favor a la página 10.

13 Encontrará usted -- ¿Vio donde estoy,
14 doctor Flores?

15 R ¿Qué página?

16 P 68. En la mitad del párrafo hay una
17 oración que comienza diciendo: "Después de haber
18 visto la reversión a los promedios históricos en
19 2009, mis valuaciones en 2010 se basarán en las
20 primas de riesgo de capital propio de 4,5 a 5 por
21 ciento." ¿Lo ve?

22 R Sí.

23 P Así que el 5 por ciento es el valor más
24 alto para Damodaran en las valuaciones de 2010.
25 ¿Correcto?

18:37:04 1 R Para ser preciso, en febrero de 2010. Sí.

2 P Vamos a volver al separador 15, otra vez a
3 la hoja de cálculo. Es el C307. Avíseme cuando lo
4 haya encontrado.

5 R Sí.

6 P Nuevamente enero de 2010, más o menos en
7 la misma fecha. Encontramos aquí la prima por
8 riesgo por el capital propio. También encontramos
9 la prima por mercado. Y en la parte amarilla vemos
10 que Damodaran utiliza 4,5 para todos los casos. ¿Es
11 correcto esto?

12 R Utiliza 4,5 por ciento.

13 P Porque Damodaran cree que la prima para el
14 2010 es del 4,5 por ciento según él.

15 R Sí, sé que ha habido ocasiones en que el
16 profesor Damodaran cambia su prima de riesgo en
17 medio de un año. No siempre las mantiene fijas para
18 intervalos de 12 meses.

19 P ¿Sabe usted si en este caso Damodaran de
20 hecho modificó su opinión en 2010?

21 R Sé que cambió la tasa para el 2011 es más
22 alta creo, y no sé exactamente si la cambió en enero
23 o en diciembre o dónde. Pero la respuesta es no.
24 Pero sé que la siguiente actualización que hizo fue
25 para incrementar la tasa subprime de riesgo de

18:39:08 1 mercado.

2 P Damodaran dijo en el artículo que acabamos
3 de ver en sus presunciones para los riesgos por
4 capital propio para las valuaciones de 2010 que él
5 aplica 4,5 para todas las valuaciones de 2010. Es
6 lo que acabamos de ver.

7 Dice, y podemos volver a mirar lo que dice
8 aquí, es: "Después de haber visto la reversión de
9 promedios históricos, mi valuación para 2010 se va a
10 basar en primas de 4,5 por ciento."

11 R ...

12 P Usted utilizó 6,7 por ciento como su prima
13 de riesgo de mercado.

14 R ...

15 P Así que usted pensó que utilizar el
16 multiplicador de 1,5 de Damodaran era un enfoque
17 bastante bueno. Pero utilizar la prima de riesgo de
18 mercado de 4,5 no era bueno.

19 R Yo lo que creo que es correcto es aumentar el
20 spread del retorno de los bonos en países emergentes
21 sobre los...

22 No sé si me estaba escuchando o no. Yo lo
23 que creo es que se tiene que ajustar la volatilidad
24 relativa. Si hubiera tenido datos específicos para
25 la volatilidad relativa del mercado de las acciones en

18:40:58 1 Bolivia y del mercado de bonos en Bolivia, entonces
2 hubiera utilizado ese número, que no hubiera sido el
3 número de Damodaran. Hubiera podido ser 1,8, 1,2,
4 2,5, cualquier número. Entonces como no tenía eso
5 revertí a Damodaran. Pero no es que -- o sea utilicé
6 el método de Damodaran; utilicé su cuantificación
7 como un promedio para 26 países, creo que es.

8 P Voy a ver cómo puedo acelerar este
9 proceso. Un momento de paciencia le pido, por
10 favor.

11 (Pausa.)

12 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Doctor
13 Flores: creo que usted tiene conocimiento de que el
14 doctor Abdala utiliza un análisis de punto de
15 referencia en su primer informe que tiene que ver
16 con empresas comparables y los múltiples
17 correspondientes. ¿Usted sabe esto?

18 SEÑOR FLORES: Yo estoy en desacuerdo que las
19 compañías que él seleccionó son comparables a EGSA.

20 P Usted no propuso su propio método de punto
21 de referencia. ¿No?

22 R Sí que propuse un análisis de comparación.
23 ¿Puedo?

24 P Usted no propuso un mecanismo alternativo,
25 un método alternativo a la utilización de los

18:43:16 1 comparables.

2 R Sí que lo hice. ¿Puedo explicar?

3 P Personalmente, cuando examiné su informe
4 no vi ningún tipo de cifra valuatoria que surgiera
5 de la aplicación de una metodología alternativa
6 aparte del DCF. Es lo que estoy tratando de
7 entender.

8 R Si se refiere a un número preciso, no, no
9 lo dije.

10 P ¿Consideró utilizar algún método de
11 valuación alternativo antes de concluir su primer
12 informe?

13 R Sí, sí. En principio no estoy en
14 desacuerdo con el método de comparables. Yo incluso
15 yo lo he utilizado en ciertas ocasiones. Lo que
16 pasa es que uno tiene que estar muy seguro de que
17 hay comparables. Si no hay comparables, el método
18 no se puede llevar a cabo.

19 Y si me permiten un minuto para
20 explicarles muy rápidamente, para mí comparables se
21 utiliza en muchos aspectos de la vida cotidiana, por
22 ejemplo precios de pisos o apartamentos en París.
23 ¿No?

24 Y entonces el método es un método de
25 valuación relativa, se hace en euros por metro

18:44:41 1 cuadrado. Y entonces no importa si un piso tiene
2 100 metros cuadrados o 200 metros cuadrados o 300
3 metros cuadrados. Lo que importa es encontrar el
4 precio por metro cuadrado. Y eso se puede entonces
5 utilizar para aplicar a un apartamento que yo estoy
6 pensando en comprar.

7 El problema es que lo que no se puede
8 hacer es coger una muestra de apartamentos en
9 París, Londres, Barcelona y Madrid y decir: vale, me
10 sale una media de 120 euros por metro cuadrado y
11 ahora voy a comprar un apartamento en Bolivia a 120
12 euros por metro cuadrado. Eso no tiene ningún
13 sentido. Uno tiene que estar seguro de que los
14 comparables sean realmente comparables.

15 Y las empresas que el doctor Abdala aportó
16 a su muestra de treinta empresas no son comparables
17 a EGSA.

18 P Pero usted no creó su propio modelo sobre
19 la base de los comparables. ¿Sugiere usted que en
20 todo el mundo no había empresas que fueran una base
21 de comparación adecuada para Guaracachi?

22 R Ese modelo si hubiera otras empresas
23 similares a EGSA en Bolivia, entonces sí que lo
24 hubiera utilizado.

25 Pero las características del mercado

18:45:59 1 boliviano no se parecen a las de otro país, entonces
2 no es propio ajustarla. Sobre todo aplicar el
3 método sin ningún tipo de ajuste, que es lo que hace
4 el doctor Abdala. El doctor Abdala dice: sí, bueno,
5 los ordeno todos de mayor a menor y cojo del medio.
6 Y esa es una compañía chilena AES Gener y eso no
7 tiene ningún sentido.

8 P Sí, pero usted podría haber efectuado un
9 ajuste si pensó que era adecuado y todavía tener una
10 valuación basada en comparables si existieran los
11 comparables.

12 R O sea, son tantos que entonces ya no es
13 una alternativa válida al método de flujo de caja
14 descontado. En el segundo informe yo hice una
15 crítica que dije, bueno, señor Abdala usted está
16 asumiendo que el ciclo combinado ya está en
17 operación hoy a mayo de 2010. Entonces él aceptó,
18 bien es verdad no está en operación a mayo de 2010,
19 aún va a tardar seis meses más. Entonces él hace un
20 ajuste a sus múltiplos para ver de donde sacarlo. Pero para
21 hacer un ajuste tiene que hacer una especie de flujo
22 de caja descontado para esos seis meses. Y entonces
23 lo resta del método de valuación por múltiplos.
24 Entonces los ajustes serían tantos que realmente no
25 vale la pena.

18:47:25 1 P Dice usted que Bolivia es tan singular que
2 no hay ningún otro país en el mundo que tenía
3 condiciones lo suficientemente similares como para poder
4 incluso servir de comparación.

5 R Similares a EGSA en Bolivia.

6 P Pero todas las empresas son singulares.
7 ¿No es cierto esto?

8 R Sí, igual que cada apartamento es único.
9 Pero el apartamento que yo veo desde aquí y el
10 siguiente seguramente son comparables. Uno está más
11 al centro de la calle, el otro está más cerca de la
12 esquina. Pero yo sé que el departamento de allí se
13 vendió el mes pasado por 500 mil euros, seguramente
14 el apartamento siguiente por ahí irá. Eso es
15 razonable. Lo que no es razonable es lo que hace el
16 doctor Abdala.

17 P Nuevamente me está diciendo usted que no
18 tiene que ver con EGSA sino que tiene que ver con
19 Bolivia, en comparación con lo que usted me está
20 diciendo. Es París, es esta calle. Parece usted
21 indicarme que cualquier método de los comparables
22 con cualquier empresa en Bolivia, bueno, me dice que
23 ese análisis es incluso inútil incluso como un punto
24 de referencia. ¿Es lo que me está tratando de
25 decir?

18:48:46 1 R Me estaba refiriendo a un apartamento con
2 respecto a Bolivia en este ejemplo a otro apartamento en el
mismo vecindario.

3 A eso es a lo que me estaba refiriendo.

4 P Supongo que el barrio por analogía es
5 Bolivia. ¿No es cierto?

6 R No, es una empresa termoeléctrica en
7 Bolivia. Estoy buscando comparables a eso, a una
8 empresa pequeñita termoeléctrica en Bolivia.

9 P Y usted no puede encontrar ningún tipo de
10 comparación que sea de utilidad fuera de Bolivia,
11 con ninguna otra empresa. ¿Esa es su postura?

12 R Sí, si me la muestra estaré dispuesto a
13 considerarla, por supuesto. Pero allí en el segundo
14 informe voy con bastante detalle con todas las
15 particulares de EGSA que hace que no se parezca a
16 otras empresas.

17 P Un último tema respecto de los
18 comparables. En su primer informe usted utilizó el
19 muestreo de Damodaran de empresas en mercados
20 emergentes para calcular un valor representativo de
21 la estructura de capital óptima para las empresas.

22 R Sí. Es verdad.

23 P Y esta es la base de datos de él de 122
24 empresas energéticas en los mercados emergentes en
25 2010.

18:50:37 1 R Sí.

2 P Muy pocas de esas empresas ciertamente
3 están ubicadas en Bolivia. ¿No es cierto?

4 R Creo que sí.

5 P Así que usted aceptó utilizar la base de
6 datos para algunas cosas pero no la utilizó para
7 tratar de encontrar empresas comparables y calcular
8 algún tipo de punto de referencia para su DCF.

9 R En el informe el problema que tenemos con
10 empresas de países emergentes es que para la mayoría
11 de ellas hay muy poca información disponible. Así
12 que es verdad que el profesor Damodaran tiene una
13 página web donde calcula algunos ratios financieros
14 básicos como el porcentaje de deuda/equidad.

15 Pero entonces tratamos de ir, identificar,
16 buscar páginas web de cada una de esas 322 empresas
17 alrededor del mundo en países emergentes y no fuimos
18 capaces de encontrar información. Muchas de ellas
19 ni siquiera tienen páginas web. Y entonces tuvimos
20 que buscar un ejemplo que es verdad es menos preciso
21 que lo hicimos por ejemplo para determinar el
22 coeficiente beta en relación a empresas en los
23 Estados Unidos. Porque las empresas en los Estados
24 Unidos sí que tienen muy buenos datos dado que todas
25 producen informes que ponen con la Securities and

18:52:08 1 Exchange Commission.

2 P Pasemos ahora a hablar de otro tema, de
3 los ingresos por precio spot.

4 ¿Acepta usted que en una valuación por
5 valor justo de mercado uno debe presuponer que el
6 comprador y el vendedor diligentes tendrán acceso a
7 toda la información disponible en el mercado
8 respecto del activo proyecto que está siendo objeto
9 de la valuación?

10 R ¿Le importaría repetir la pregunta? Creo
11 que la entendí, pero quiero estar seguro.

12 P Sí, por supuesto.

13 ¿Está de acuerdo que en una valuación por
14 justo valor de mercado el valuador debe suponer que
15 el vendedor y el comprador hipotéticos y diligentes
16 tendrán acceso a toda la información disponible en
17 el mercado, y sobre la base de esa información
18 evaluarán el valor del proyecto o empresa en
19 cuestión?

20 R Sí, estoy de acuerdo.

21 P En su interrogatorio directo escuchamos
22 que usted tuvo interacciones con el señor Paz, y las
23 conversaciones, reuniones, llamadas telefónicas,
24 etcétera, ellas no se describieron en su informe.

25 Yo entendí que el señor Paz proporcionó

18:53:50 1 los elementos de información que él mismo había
2 incluido en su modelo y que usted después utilizó
3 para su proyección de precio spot y también de
4 ventas y de volúmenes de precios spot. ¿Es correcto
5 esto?

6 R Si me permite explicar el proceso...

7 P Primero comience con aclarar si yo lo
8 entendí correctamente o no. Dígame que sí o que no,
9 y después si necesitamos aclarar, podemos aclarar.

10 ¿Lo entiendo correctamente o no?

11 R No exactamente.

12 P Muy bien.

13 Usted utilizó su propio juicio para
14 seleccionar la información que iba a utilizar. ¿Es
15 correcto esto?

16 R No. Tampoco es correcto.

17 P ¿Piensa usted que está calificado como
18 perito para tomar decisiones respecto de la potencia
19 futura en el mercado y para el curso a futuro que
20 tomarán los precios spot y los ingresos por ventas
21 spot?

22 R ¿Si me sentí calificado para tomar
23 decisiones por mi cuenta sobre precios spot y así?
24 No, yo diría que sólo por mi cuenta no habría sido
25 capaz de llegar a los resultados a los que llegué en

18:55:31 1 colaboración con el ingeniero Paz.

2 P El señor Paz, bueno, usted se basó en el
3 señor Paz, el gerente general de Guaracachi, para
4 seleccionar los supuestos fácticos y efectuar las
5 proyecciones relativas a esas variables. ¿No es
6 cierto?

7 R El proceso fue muy simple. Simplemente
8 nos sentamos y leímos juntos las partes relevantes
9 del informe de Compass Lexecon y el informe de
10 Mercados Energéticos.

11 Yo ya llevo varios arbitrajes
12 internacionales y sé qué es lo que los Tribunales
13 esperan de ese tipo de análisis. Para el ingeniero
14 Paz era la primera vez que se encontraba con esto.
15 Al revés, yo nunca había tratado con el programa
16 SDDP, mientras que el ingeniero Paz ha estado
17 trabajando con ese programa toda su vida, creo,
18 desde que se creó el programa. Entonces tuvo que
19 haber una colaboración para que los dos estuviéramos
20 de acuerdo en qué es lo que se debía hacer.

21 P Las informaciones que le transmitió a
22 usted el señor Paz y los aportes que él hizo a su
23 análisis, ¿los percibió como aportes de un perito
24 independiente o de un testigo fáctico?

25 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):

18:56:53 1 Objeción. Le está solicitando a este testigo que
2 haga calificación jurídica. Usted sabe que eso no
3 es adecuado.

4 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Señor
5 presidente: no estoy preguntando esto.

6 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
7 Si usted no está preguntando eso, formule la
8 pregunta de otra forma para convencerme de que no es
9 eso lo que está preguntando usted.

10 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Usted
11 aparece muchas veces en arbitrajes internacionales
12 como perito. ¿No es cierto?

13 R Sí.

14 P Y también ha visto que en esos mismos
15 arbitrajes hay testigos de hecho. ¿No es cierto?

16 R Sí.

17 P Usted entiende debido a la declaración que
18 usted efectuó como perito independiente, que es muy
19 importante para los decisores comprender que dado
20 que usted está formando su opinión sobre la base de
21 su experiencia general, en vez de su conocimiento
22 personal, es muy importante para los decisores saber
23 que usted es independiente. ¿No es cierto?

24 R Sí, estoy de acuerdo.

25 P Bien, eso es lo que yo estoy tratando de

18:58:03 1 establecer. Los aportes que usted recibió del señor
2 Paz, bueno, respecto de ellos no me queda claro si
3 él tenía un papel como experto como usted, en cuyo
4 caso uno podría esperar que él sea objeto de esa
5 misma independencia; o él revestía otro carácter, en
6 ese caso eso no es un tema. Pero cuando usted
7 recibió los aportes, ya sea por llamadas telefónicas
8 o por reuniones de examen de los documentos, eso no
9 importa, ¿pero entendía usted que él le estaba
10 brindando a usted material basado en su experiencia
11 general o en su conocimiento personal?

12 SEÑOR GARCÍA REPRESA (Interpretado del inglés):
13 Objeción. Estamos perdiendo tiempo, no tenemos
14 tiempo, tratando de que un perito nos diga si una
15 planilla de Excel vino de un perito o de un testigo
16 de hecho.

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
18 Le hago la pregunta yo.

19 ¿La información brindada por el señor Paz
20 era simplemente información que él le brindó porque
21 la sabía? ¿O era información que la obtuvo porque
22 era perito básicamente en este caso?

23 SEÑOR FLORES: Yo por ejemplo le soy muy
24 sincero, antes de empezar a trabajar en este caso,
25 no sabía cuándo se publicaban los POES o cada cuánto

18:59:41 1 salía la programación a medio plazo o todo esto.
2 Esto me lo explicó, lo leí en el informe de MEC y no
3 lo entendí. Me lo explicó el ingeniero Paz. Eso
4 quiere decir que él es un experto o es un testigo de
5 hecho, no lo sé. Pero él me facilitó datos y
6 conocimiento sobre cómo opera el mercado en Bolivia.

7 PRESIDENTE JÚDICE: Lo que está diciendo es que
8 el señor Paz facultaba información que una persona
9 conociendo cómo funciona el mercado de electricidad,
10 sea de EGSA, o no, podría hacerlo. Y usted lo ha
11 recibido esa parte de esa manera.

12 SEÑOR FLORES: Correcto. Exacto.

13 PRESIDENTE JÚDICE: Muy claro.

14 Pero ha también comunicado informaciones
15 que no son del mercado como total, pero no podía
16 tener sin estar involucrado en una posición de una
17 de las partes. No sé si entiende la cuestión.

18 SEÑOR FLORES: No, yo creo que la respuesta es
19 no. Porque lo único que necesitaba yo del ingeniero
20 Paz es que él tenía acceso a estos programas de
21 software, SDDP y estas cosas. Y además sabía cómo
22 hacerlos funcionar bien.

23 PRESIDENTE JÚDICE: ¿Podemos pasar?

24 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Sí,
25 por supuesto. El último tema, creo, la reclamación

19:01:09 1 respecto de los precios spot.

2 Quiero hablar en primer lugar de los
3 perjuicios en cuanto al período previo a la
4 nacionalización 2008 a 2010.

5 Si podemos ver el párrafo 112 de su primer
6 informe, en el párrafo 112 usted dice que se
7 concentró en un estudio realizado por el CNDC en el
8 2012 utilizando con base en datos reales e
9 históricos anteriores a la fecha de evaluación.
10 ¿Correcto?

11 R Sí.

12 P Y el punto de este estudio histórico según
13 lo entiendo, fue ver cuál fue la repercusión real en
14 Guaracachi de la norma operativa 3.

15 R La última parte no entendí, el operating.
16 Se refiere a la norma de...

17 P Discúlpeme, el punto de este estudio
18 histórico fue valuar el impacto real de Guaracachi
19 del cambio en el régimen de formación de precios
20 spot. ¿Correcto?

21 R Sí, por la exclusión de las unidades dual
22 de la formación de precios marginales. Sí.

23 P Y usted dice que el estudio utilizó una
24 base de datos histórica antes de la fecha de
25 valuación. ¿Correcto?

19:03:06 1 R Sí.

2 P ¿Entendió usted en ese momento, es decir
3 el momento de su primer informe, que el CNDC no
4 había suministrado precios spot en la situación real
5 que se correspondía con la realidad histórica?

6 R No, no tenía ese entendimiento en ese
7 momento.

8 P ¿Pero usted lo entiende ahora, verdad?

9 R Ha habido esta mañana -- he oído el
10 testimonio, pero la verdad no me ha quedado claro.
11 No he tenido oportunidad de hablar con los señores
12 de CNDC, y la verdad no sé, ustedes han oído la
13 información y no sé si a ustedes les ha quedado
14 claro. A mí no me quedó claro.

15 P ¿Verificó si para cualquiera de esos
16 períodos o momentos los resultados de los precios de
17 nodo se correspondían con los precios reales para
18 ese período?

19 R Los cálculos efectuados por MEC en uno de
20 los informes, y la verdad no había manera de
21 comprobar qué es lo que ellos habían hecho. Ellos
22 aportaron un archivo Excel con varias miles de filas
23 y allí sí ponían números, pero no he tenido acceso a
24 cómo calcularon ellos esos números.

25 P ¿Le preguntó usted si eran cálculos o

19:04:42 1 precios reales en la situación real?

2 R Yo me estaba refiriendo ahora a Mercados
3 Energéticos. No sé si hablé mal o no.

4 P ¿Le preguntó a Paz o al CNDC si las cifras
5 que usted iba a ingresar en ese modelo para calcular
6 estos daños y perjuicios eran datos reales,
7 históricos o calculados?

8 R Sí.

9 P ¿Y la respuesta fue?

10 R Sí.

11 P Si me lo permite, veamos...

12 PRESIDENTE JÚDICE: Entiendo que ha preguntado
13 al señor Paz, no a CNDC.

14 SEÑOR FLORES: Correcto. Sí, con los señores
15 de CNDC hablé con ellos hoy después de que hablaran
16 aquí. No los conocía anteriormente.

17 PRESIDENTE JÚDICE: Gracias.

18 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): ¿Y vio
19 usted el informe del CNDC que llegó a manos del
20 señor Paz?

21 SEÑOR FLORES: Sí, en una carta. Sí.

22 P ¿Y vio usted lo que estábamos analizando
23 esta mañana del CNDC, donde los resultados centrales
24 estaban marcados como un cálculo de los precios de
25 nodo?

19:06:05 1 R No me ha quedado claro. Es por esto que
2 le dije hace un momento que no me ha quedado claro
3 porque mi entendimiento hasta esta mañana era que
4 eran números reales. Ahora la verdad no lo sé. No
5 he tenido oportunidad de leer el transcript y ver
6 qué dice.

7 P Pero si usted leyese o leyó el informe
8 esta mañana, vio que claramente decía precios de
9 nodos calculados.

10 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
11 El Tribunal va a realizar ese análisis. Incluso si
12 el doctor Flores está de acuerdo o no con su
13 interpretación, él está realizando una
14 interpretación. No es algo importante para el caso.
15 No se basa en la información suministrada.

16 Entonces por favor es posible que haga la
17 pregunta, pero claramente yo creo que es mejor que
18 utilice su tiempo de otra manera.

19 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
20 Gracias. Gracias, señor presidente. Simplemente
21 estoy tratando de analizar con el señor Flores si
22 por lo menos ahora entiende que hubo un error, se
23 hizo un error al utilizar las cifras equivocadas.

24 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
25 Sí, pero independientemente de la opinión del señor

19:07:22 1 Flores en este momento, lo que es importante es la
2 opinión que él suministra en otro momento. Si
3 responde o no a lo que en realidad es la verdad,
4 esto depende del Tribunal, y con la ayuda del
5 abogado en los argumentos de clausura vamos a poder
6 establecerlo.

7 Gracias.

8 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):

9 Gracias, señor presidente.

10 Entonces para el período posterior a la
11 nacionalización el CNDC no participó y tampoco el
12 señor Paz en su cálculo de daños y perjuicios para
13 el período posterior a la nacionalización.
14 ¿Correcto?

15 SEÑOR FLORES: Sí.

16 P Usted tomó la brecha entre el informe del
17 CNDC que usted asumió que era real y los resultados
18 de MEC. Y encontró una brecha del 50 por ciento y
19 la aplicó a las cifras del doctor Abdala para el
20 futuro. ¿Correcto?

21 R Sí.

22 P ¿Le pidió al señor Paz que proyectase
23 sobre la base de la otra información que se había
24 utilizado para proyectar los precios spot, por
25 ejemplo para el período posterior a 2010? ¿Le pidió

19:08:38 1 al señor Paz que realizase proyecciones con ayuda
2 del CNDC me imagino en lo que hace a esta
3 reclamación?

4 R Sí.

5 P ¿Se rehusó?

6 R No, lo que me dijo es esto va a llevar
7 muchas semanas de análisis y para el monto del daño
8 futuro es tan minúsculo que juntamente decidimos no
9 valía la pena.

10 Como pueden ver en la tabla 7 de mi
11 segundo informe, incluso si yo utilizo los datos de
12 MEC para proyección hacia futuro, es como el doctor
13 Abdala nos explica, muy cerca después, muy pronto
14 después del 2010 los años futuros van a ser --
15 porque con la adición de nueva capacidad incluso en
16 su modelo, después creo que es 2012 o así ya no hay
17 más daños por este concepto. Entonces ahora estamos
18 hablando de un daño muy pequeñito, tres años de un
19 futuro descontado menos los costos, como pueden ver
20 aquí no hace ninguna diferencia si utilizo para el
21 futuro mis datos o el procedimiento que utilicé o el
22 procedimiento propuesto por MEC.

23 Así para este reclamo en todo caso el
24 monto importante es el pasado, no el futuro.

25 P Pero si el Tribunal determinase que de

19:10:01 1 hecho lo que le suministró el CNDC a usted no era
2 histórico, la tasa general del 50 por ciento sería
3 un enfoque incorrecto. ¿Verdad?

4 R Sería menos de 100 mil dólares.

5 P Un momento, por favor.

6 No tengo preguntas adicionales. Muchas
7 gracias, señor Flores. Gracias.

8 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

9 Gracias, señor Rubins.

10 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Siento ser el
11 aguafiestas pero me toca ser el último y sí tengo
12 alguna pregunta, señor presidente.

13 PRESIDENTE JÚDICE: Sí, por supuesto y puede
14 creer que lo oiremos con mucho interés.

15 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Muchas gracias.

16 Doctor Flores: buenas tardes, le voy a
17 pedir un poco de paciencia. Sé que ha sido un día
18 largo.

19 En preguntas de mis colegas le
20 cuestionaron al inicio de su interrogatorio sobre lo
21 que sería el CAPM clásico o estándar sugiriendo que
22 en ningún sitio se ha visto que esa metodología
23 incluya una prima de tamaño. ¿Lo recuerda?

24 SEÑOR FLORES: Sí, lo recuerdo.

25 P Bien. Me gustaría por favor que vaya

19:11:34 1 al -- y no sé si tienen todavía por ahí lo que
2 utilicé para el interrogatorio del doctor Abdala.
3 Si lo tienen a mano, es el numeral 12. Y le voy a
4 entregar una copia. Le vamos a entregar una copia,
5 porque esto está marcado.

6 Esto, doctor Flores, como verá es el anexo
7 C270 que ha sido presentado, como su nombre lo
8 indica, por los demandantes. Un artículo de 2011 en
9 el que se explica qué hay que tener en cuenta a la
10 hora de aplicar un -- lo que aquí llaman Company
11 specific risk o un size premium factor. Y dice que
12 esas son dos cosas distintas y entonces hay que
13 evitar contar los dos o que se solapen, por decir
14 así.

15 Ahora, si usted se fija en el primer
16 párrafo hay una definición de lo que es small
17 business según este artículo, y se refiere a la
18 categoría de Ibbotson 10Z con una capitalización de
19 mercado de hasta 75 millones de dólares. ¿Lo ve?

20 R ¿Usted dijo 75?

21 P 85.

22 R 85, sí.

23 P Si se fija en esta primera página, ¿hay
24 algo en este documento que confirme que en el CAPM
25 se puede y de hecho se ha incluido en alguna ocasión

19:13:32 1 una prima de tamaño? Y si eso, me gustaría que
2 explique cómo funciona.

3 R Sí, aquí se ve en esta misma hoja para
4 construir al CAPM bajo el enfoque de lo que se llama
5 el due to el añadir, se van añadiendo elementos
6 porque la idea es que si no hay riesgo en absoluto,
7 entonces tenemos RF, que es la tasa libre de riesgo,
8 lo que el Gobierno de los Estados Unidos me da. Y
9 esa va ser muy baja porque sólo me compensa por el
10 valor del tiempo. Pero sin ningún riesgo adicional.

11 Y entonces a esa tasa libre de riesgo se
12 le van añadiendo componentes adicionales.
13 Incluyendo por supuesto una tasa de una prima de
14 tamaño.

15 P Gracias.

16 Y ahora recordará que le llevaron al
17 estudio de Ibbotson Morningstar en el numeral 23 del
18 librito blanco que le entregaron. Y le hicieron
19 varias preguntas al respecto. Primero le llevaron a
20 la página 98 para hablar del seasonality. Pero
21 antes de hablar de ese tema me gustaría que vaya al
22 inicio de esta sección que está en la página
23 anterior, página 96.

24 ¿Podría explicar qué quiere decir en este
25 artículo el serial correlation in small company

19:15:28 1 stock returns?

2 R Es una pregunta difícil a esta hora de la
3 noche. Voy a probar. (Risas.)

4 Bien, aquí se ve en el primer párrafo de
5 la parte derecha habla de ser correlación serial o
6 autocorrelación de primer orden, y lo que dice es
7 que trata de medir cómo una variable está
8 relacionada de un período al otro. Es decir que lo
9 que le pasa a una variable hoy está influenciado por
10 lo que le pasó en el período anterior.

11 P ¿Y cómo se relaciona esto con la noción de
12 riesgo en empresas de tamaño pequeño?

13 R Supongo que puede ser que, como dicen en
14 inglés, los ricos se hacen más ricos y los pobres se
15 van haciendo más pobres. Pues supongo que es un
16 poco el mensaje similar. ¿No? Si una empresa tuvo
17 menores retornos, el año pasado, puede ser que los
18 siga teniendo este año.

19 P Y si seguimos en este documento -- como
20 decía en la página 98 le hicieron varias preguntas
21 sobre lo que aquí se llama el January effect y no le
22 mostraron el último párrafo de esta sección. Y una
23 vez más a mí me gustan las conclusiones, y me
24 gustaría que por favor en la página 99 en la columna
25 de la izquierda lea el último párrafo que empieza

19:17:16 1 "This argument vanishes" y que me diga si eso
2 confirma su opinión y en su caso por qué.

3 R ¿Lo leo en voz alta o para mí?

4 P Léalo para usted, si no le importa.

5 R Sí, o sea dice que el argumento del efecto
6 de enero, aunque es verdad que alguien lo ha medido,
7 se desaparece si uno lo mide de forma cuidadosa.

8 P ¿Usted cuando ha medido el tamaño de EGSA
9 lo hizo con base únicamente market value o consideró
10 otros factores de EGSA para considerar que es una
11 empresa de tamaño pequeño?

12 R Mire, por valor de mercado considerando
13 que EGSA no tiene acciones que estén comercializadas
14 en la Bolsa de Valores, pues por supuesto que eso no
15 es un criterio que se puede utilizar. Había que
16 acudir a otros criterios.

17 P ¿Y qué otros criterios ha considerado
18 usted para decir que EGSA era una empresa pequeña?

19 R Bien, o sea en el primer informe me referí
20 al valor en libros como un punto de partida. Y
21 también lo que me referí a que como techo absoluto
22 de valuación en este informe también tenemos la
23 valuación del doctor Abdala.

24 P Y siguiendo con este documento, puesto que
25 le hicieron preguntas en distintos momentos, le

19:19:13 1 cuestionaron...

2 R Ahí también veo que hay una referencia
3 aquí al número de empleados, que también es un
4 factor que claramente demuestra que EGSA era una
5 empresa pequeña.

6 P Gracias.

7 Como le decía, siguiendo en este documento
8 le preguntaron sobre por qué eligió la categoría 10,
9 no la 10X, Y, Z. Y entiendo que esto está tratado a
10 partir de la página 92 en este artículo, donde se ve
11 que hay una sección completa que dice "Choosing the
12 right size premium".

13 Me gustaría que por favor lea los dos
14 primeros párrafos en la columna de la izquierda
15 abajo, así como el primer párrafo en la columna de
16 la derecha. Y luego le haré una pregunta por favor
17 cuando haya leído.

18 R Sí, lo he leído. Y esto me recuerda, creo
19 que esto fue un tema de debate en el caso de RDC
20 contra Guatemala. Allí los dos expertos Pratt y el
21 profesor Spiller de Compass Lexecon, los dos estaban
22 de acuerdo con aplicar la prima de tamaño. La
23 discusión iba sobre este punto precisamente creo.

24 P De acuerdo. ¿Y cuál es la conclusión que
25 usted saca de este comentarios sobre qué categoría

19:21:12 1 aplicar en caso de que uno se encuentre con varias
2 opciones vamos a decir dentro de las mismas
3 subcategorías?

4 R Sí lo que dicen ellos, y parece razonable
5 es que si tenemos -- una vez va con tanta
6 granularidad que no sabe uno si ponerlo aquí o allá.
7 Entonces dicen es recomendable sacrificar
8 granularidad con confianza estadística. O sea que
9 es mejor quedarse en el último de los deciles, el 10
10 en vez de ir al 10W o al 10X o al 10Y o 10Z.

11 P Bien. Siguiendo esta misma carpeta, y ya
12 estoy terminando, le mostraron el documento en el
13 numeral 21, que es el documento C360, artículo de
14 Damodaran de abril 2011. Y le preguntaron si usted
15 estaba de acuerdo con el profesor Damodaran o no. Y
16 usted dijo que no lo estaba, no estaba de acuerdo,
17 dijo que podía explicar pero no le dieron una
18 oportunidad de explicar.

19 Entonces me gustaría que me explique ahora
20 sí por qué no está de acuerdo con Damodaran.

21 R Sí, aquí es de destacar que el profesor
22 Damodaran dice que él nunca lo ha utilizado. No es
23 como lo dice el doctor Abdala que hasta hace poco
24 todo el mundo lo aceptaba pero ahora ha habido una
25 nueva literatura de Fama y French en el 2012. Y

19:22:40 1 ahora todo el mundo está diciendo no, no, no lo
2 utilicemos más porque ahora se ha demostrado que no
3 existe. Eso lo es lo que Damodaran -- el profesor
4 Damodaran dice que nunca lo ha utilizado, incluso
5 cuando el consenso con todos los analistas
6 financieros era que sí había (premium).

7 O sea él aquí es un poco un extremo. Él
8 dice nunca lo he utilizado. Muy bien, eso por una
9 parte, respeto su criterio. Pero lo que sí que
10 dice, dice al mismo tiempo que no utilizo esto, y
11 quizás esa es la razón por la que no lo utiliza,
12 dice que sí que aplica ajustes a sus valuaciones, a
13 los retornos esperados por factores de liquidez. Y
14 eso es precisamente lo que hablamos esta mañana, que
15 empresas pequeñas tienden a ser menos líquidas. Y
16 lo que estaría demostradamente mal es si una
17 aplicara una prima por falta de liquidez a la tasa
18 de descuento y una prima de tamaño. Esos dos
19 factores estarían sobreponiéndose el uno sobre el
20 otro. Y eso sería incorrecto. Pero yo esto no lo he
21 hecho, yo no he aplicado una prima por falta de
22 liquidez.

23 P Bien, y ya siguiendo con el profesor
24 Damodaran, que debe ser la palabra más citada en
25 toda esta transcripción, no le voy a mostrar el

19:24:03 1 documento, pero sí le explicaron o le dijeron que
2 sobre el multiplicador de 1 y medio que él utiliza
3 respecto de la prima de riesgo país, en una de las
4 opciones él sugiere que se pueda ir reduciendo con
5 el tiempo.

6 ¿Usted sabe si Compass Lexecon reduce su
7 tasa de descuento con el tiempo considerando esto
8 que le han presentado hoy como la opinión de
9 Damodaran?

10 R ¿Cómo quiere decir? ¿Que empezaran más
11 alto y entonces bajar, no? No, no ellos están bajos
12 desde el principio.

13 P Y respecto de la prima de tamaño, le
14 dijeron que básicamente las preguntas que no había
15 nada en sus informes que explique por qué aplica una
16 prima de tamaño relacionada con EGSA. Y usted
17 mencionó que había una sección en su segundo informe
18 al respecto.

19 Me gustaría por favor que por ejemplo mire
20 el índice de su segundo informe y que nos pueda
21 indicar a qué secciones estaba haciendo referencia
22 cuando decía que sí ha estudiado el estado de EGSA.

23 R Sí, eso es parte de -- la verdad me sentí
24 un poco ofendido después de recibir el informe de
25 Compass Lexecon cuando había palabras como...

19:25:26 1 PRESIDENTE JÚDICE: No hay motivo. Son los
2 abogados...

3 SEÑOR FLORES: No pero normalmente yo he
4 trabajado contra el doctor Abdala en varios
5 arbitrajes y creo que tenemos una relación muy
6 buena. Pero en este arbitraje creo que dijo
7 palabras un poco demasiado agresivas, es decir que
8 lo que yo hacía era astronómico que nunca se ha
9 visto, pero bueno así es, es parte del trabajo.

10 Entonces después de leer eso creí que era
11 necesario decir, bueno, veamos, ¿es mi valuación tan
12 descabellada, es decir que EGSA valía como unos
13 91-92 millones de dólares? Y entonces toda la
14 sección 2 se refiere a esto, a tratar de establecer
15 la razonabilidad de una valoración de 92 millones de
16 dólares para la empresa EGSA. Y aquí trato de todos
17 los problemas que la empresa estaba teniendo, sobre
18 todo a la sección 2A, los problemas de liquidez.
19 Eso creo que va directamente a este punto.

20 P Siguiendo con este tema, le preguntaron
21 sobre si en sus informes usted había hecho algún
22 benchmark. Y creo que su respuesta afirmativa causó
23 cierta sorpresa en mis colegas. Quisiera que me
24 explique qué benchmark está incluido en sus
25 informes.

19:27:01 1 R Sí, sí.

2 Tratar de establecer que lo que estamos
3 tratando de buscar en estos benchmarks o puntos de
4 referencia son cosas comparables. ¿No?

5 Pues para mí lo más comparable posible a
6 una venta de EGSA es otra venta de EGSA. Y por eso
7 no recuerdo el párrafo, pero sí que expliqué que
8 siempre que EGSA se había vendido se había vendido
9 por debajo de su valor en libros. Y eso es una
10 benchmark. ¿Es razonable que el valor sea menor al
11 valor en libros? Y esto si lo busco está en el
12 valor en libros en la sección a partir de la página
13 19. Sí, está en la párrafos 53 y 54, donde explico
14 esto que hubo otras transacciones de un paquete
15 accionarial de EGSA, aunque entiendo que hay una
16 disputa sobre si la de 2006 realmente ocurrió o no
17 ocurrió.

18 Pero según lo publicado y los documentos,
19 los valores que se citaron fueron inferiores en
20 ambas ocasiones en el 2003 y en el 2006 al valor en
21 libros en ese momento.

22 P Muchas gracias, doctor Flores. Profesor
23 también debería haberle dicho desde el inicio.

24 R Bueno, yo lo era antes. (Risas.)

25 P Muchas gracias.

19:28:42 1 PRESIDENTE JÚDICE: (Interpretado del inglés)
2 Me imagino que usted tiene algunas preguntas
3 adicionales.

4 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés):
5 Simplemente dos. En primer lugar, no es una
6 pregunta. Simplemente una sugerencia.

7 Por cierto estoy preparado a hacerme
8 cargo, estoy preparado para hacerme cargo de esta
9 caracterización de astronómica. No quiero que el
10 señor Abdala sea culpado por esta palabra que
11 utilicé. No soy perito independiente, soy abogado.

12 En segundo lugar quiero probar con usted
13 lo que usted dijo que me parece que a lo mejor no
14 quiso decir lo que dijo y se encontraba simplemente
15 en el medio de una expresión. Estaba hablando sobre
16 Damodaran y lo que él dijo en lo que hace a nunca
17 utilizar la prima por tamaño.

18 Y usted dijo que usted no está de acuerdo
19 con él. Simplemente voy a leer, está en inglés pero
20 no tengo la versión en español aquí.

21 Usted dice aquí él es uno de los extremos.
22 Él dice que nunca utilicé eso. Eso por un lado, y
23 yo respeto su criterio.

24 El profesor Damodaran dijo que él nunca
25 utilizó eso. Y si bien la congruencia con todos los

19:30:08 1 analistas -- la norma con todos los analistas
2 financieros era utilizarlo. Entonces usted está
3 sugiriendo que en un momento en el cual hay un
4 consenso entre todos los analistas, el profesor
5 Damodaran dice yo no lo voy a usar, nunca lo usé.

6 Y yo creo que usted estará de acuerdo
7 conmigo que incluso los documentos, incluso los
8 artículos que nosotros analizamos que respaldan el
9 uso de una prima por tamaño, por ejemplo si pensamos
10 en Tarbell, incluso ellos comienzan con la premisa
11 de que muchas personas dudan esta prima por tamaño.
12 Muchos de ellos dudan esto. Muchos economistas, y
13 este fue el propósito de la presentación de Tarbell
14 que usted utilizó anteriormente.

15 Entonces me gustaría confirmar que usted
16 no quiso hacer una afirmación tan absoluta a sugerir
17 que había consenso absoluto en algún momento en lo
18 que hace a la prima por tamaño. ¿Está bien esto?

19 R Me gustaría revisar el transcript en
20 español para ver la palabra exacta, pero en todo
21 caso estoy de acuerdo que nunca en economía y
22 finanzas van a encontrar nada que cien por cien de
23 los economistas y los financieros estén de acuerdo.
24 Nunca.

25 O sea, lo que...

19:31:31 1 PRESIDENTE JÚDICE: Lo que ha dicho es para
2 ayudar al Tribunal.

3 SEÑOR FLORES: Sí.

4 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Un
5 momento, por favor.

6 Un tema más para que quede completo el
7 tema. Durante la conversación con el señor García
8 Represa respecto de si las primas por tamaño encajan
9 en el modelo CAPM, ¿recuerda eso?

10 R Sí.

11 P Y la sugerencia que surgió de allí es que
12 sí, que está dentro del modelo CAPM.

13 R El modelo CAPM incluye -- o sea, la
14 determinación del costo del capital propio siguiendo
15 la metodología CAPM incluye la adición de factores
16 adicionales.

17 P Quería confirmar para que conste que la
18 fuente de la manifestación que yo le hice a usted
19 antes, es decir que no es parte del método CAPM,
20 proviene de su primer informe en el párrafo 75, en
21 donde dice en español (En español) "El enfoque del
22 CAPM no toma en cuenta el riesgo y el rendimiento
23 adicional debido al tamaño de las empresas
24 pequeñas".

25 R ¿El primero?

19:33:10 1 P (Interpretado del inglés) Primer informe,
2 75. En el medio del párrafo, donde dice "Sin
3 embargo".

4 Así que supongo que usted confirma lo
5 manifestado en su primer dictamen que el modelo CAPM
6 no toma en cuenta el riesgo.

7 R Como expliqué al principio, el componente
8 básico yo le llamé creo que el building rock, el
9 componente principal, y eso es a lo que me refiero
10 aquí. O sea el componente único que trata de
11 determinar la beta y la prima de riesgo de mercado,
12 eso no incluye. Eso es lo que en el otro artículo
13 que usted me mencionó se llama como una anomalía. Y
14 por eso es que entonces en el modelo CAPM se tienen
15 que añadir otras cosas para resolver esa anomalía.

16 P Muchas gracias.

17 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
18 Muchas gracias, señor Rubins.

19 Doctor Conthe.

20 COÁRBITRO CONTHE: ...se supone que tenemos que
21 decir la verdad. Y empieza aquel que yo no soy
22 doctor, me hace ilusión que me llamen doctor Conthe.
23 Mi padre era médico y sí era el doctor Conthe. Yo
24 soy un diligenciado, seguramente.

25 Hecha esa broma, empiezo con la primera

19:34:37 1 cuestión metodológica que le planteé antes al señor
2 Abdala, esa cuestión de que yo expresaba en una
3 forma ya patológica con el caso de Corea del Norte
4 que invade, pero que podríamos decir el deterioro
5 del clima de los negocios y de la inversión privada
6 vinculado a la llegada de un gobierno que luego
7 nacionaliza una empresa debe o no tomarse en cuenta
8 a la hora de valorar esa empresa. Y yo decía que si
9 dijéramos, sí, sí, tiene que tomarse en cuenta
10 porque el willing buyer va a comprar una empresa en
11 ese país. Pero claro entonces podríamos llegar,
12 como yo decía, a una self fulling prophecy que es
13 que el que nacionalice aquí ya no entra nadie, con
14 lo cual todas sus empresas valen cero y las pueden
15 expropiar gratis, ¿no?

16 ¿Estaría usted de acuerdo en que en
17 principio el aumento del riesgo político derivado de
18 un Gobierno que al final nacionaliza no debiera
19 tomarse en cuenta para valorar una empresa que ha
20 sido objeto de nacionalización?

21 SEÑOR FLORES: Bien.

22 De la forma que yo lo entiendo y lo
23 aplico, es que cuando uno hace una valuación tiene
24 que excluir el acto que ocurrió, en este caso una
25 nacionalización. ¿No? Entonces claro sería injusto

19:35:48 1 decir bien, mire, yo la noche antes anuncié que le
2 iba a nacionalizar, entonces por la mañana el precio
3 de sus acciones cayó a cero. Por lo tanto el valor
4 de su empresa es cero y no le pago nada. O sea,
5 esto hay que excluirlo. ¿No? Por lo tanto se debería
6 calcular el valor de la empresa el día antes de que
7 se anunció la nacionalización. Esto por una parte.

8 Sin embargo lo que no se puede excluir es
9 la percepción de los agentes en el mercado, los
10 compradores y los vendedores de cuál es el riesgo
11 político en un país independientemente de oh, vamos
12 a nacionalizar Empresa Eléctrica Guaracachi S.A.
13 Eso se tiene que mantener.

14 ¿Por qué? Porque por ejemplo cuando
15 vino el señor Earl y decidió invertir en Bolivia,
16 creo que para entonces ya desde luego eso era
17 Latinoamérica. Y Latinoamérica es un país que como
18 cada 20 o 30 años hay cambios, ahora van a la muy
19 derecha, ahora muy a la izquierda, y ahora hay
20 nacionalizaciones, privatizaciones y así.

21 O sea, lo que sería injusto a efectos de
22 valuación sería eliminar cualquier tipo de riesgo de
23 político aduciendo que estamos haciendo una
24 valuación internacional.

25 ¿Por qué? Porque entonces la gente

19:37:13 1 estaría en el negocio de ir a sitios del mundo donde
2 se sabe que de vez en cuando los gobiernos deciden
3 tomar el control de sus recursos. Y entonces
4 comprarían aquí yo creo que en 4-5 años nos van a
5 nacionalizar, compramos barato, esperamos a que
6 legalmente nos nacionalicen. Y entonces vamos al
7 Tribunal y decimos sí, pero valen nuestra empresa
8 como si el riesgo de nacionalización fuera cero.
9 Entonces compraron por 20 y tenían un Laudo Arbitral
10 de 100. ¿Entiende?

11 COÁRBITRO CONTHE: No, no, lo entiendo, por eso
12 lo relevante es el incremento y el período temporal
13 también yo creo que es relevante.

14 Siento tomar un poco de tiempo porque este
15 es un tema crucial. Estamos siempre despreciando
16 otros métodos de valoración de empresa como book
17 value o múltiplos y decimos que la tasa de descuento
18 es el método ideal. Luego nos pasamos 24 horas
19 debatiendo sobre las (tecnilegales⁹, con lo cual
20 quiere decir que no es tan claro. Pero es que el
21 método de descuento de flujos puede tener ese
22 problema que no tienen otros, que es que premia al
23 país hostil a la inversión extranjera no sólo el día
24 después de la nacionalización sino antes. Porque si
25 hay un patrón de progresiva hostilidad hacia la

19:38:26 1 inversión extranjera, entonces automáticamente el
2 fair market value de las inversiones se está
3 depreciando. De forma que un país o un nuevo
4 Gobierno hostil a la inversión extranjera con la
5 tasa de descuento que hemos estado discutiendo,
6 compra o nacionaliza más barato que un país que lo
7 haga por causa de utilidad pública y no por una
8 causa ideológica que quiere tener en mano pública
9 activos productivos. ¿No?

10 Porque precisamente ese países que tiene
11 una tendencia más estatalizadora, genera más riesgo
12 político y eso hace que automáticamente se le
13 abaraten las compras de las empresas que
14 nacionaliza. ¿No? Por lo cual me parecería un poco
15 perverso utilizar un método de valoración que
16 favorece la hostilidad a la inversión extranjera.
17 ¿No?

18 SEÑOR FLORES: Claro, esto es un tema muy
19 interesante y muy apropiado y hay que ir con mucho
20 cuidado al analizarlo.

21 Yo siempre pongo el ejemplo de imaginemos
22 que es Paraguay. Paraguay está en el medio de
23 Sudamérica. Y supongamos que Paraguay nunca ha
24 tenido un gobierno de izquierda ni nunca ha pensado
25 en nacionalizar ni nada, ni ser hostiles a los

19:39:33 1 inversores extranjeros. Pero sin embargo todos los
2 países alrededor lo han hecho en los últimos treinta
3 años.

4 Entonces aunque esté en la Constitución de
5 Paraguay de que nunca van a ser más nacionalistas,
6 los inversores cuando van allí, dicen uh, tengo una
7 inversión de veinte años en Paraguay y yo sé que
8 Argentina, Chile y esto...

9 COÁRBITRO CONTHE: No, no. Eso lo entiendo.

10 SEÑOR FLORES: Sí. Hay que tenerlo en cuenta.

11 COÁRBITRO CONTHE: Sí, pero es que esto tiene
12 una aplicación práctica. En el caso de su informe,
13 así como el caso del señor Abdala tenían sobre la
14 evolución de la capacidad en generación futura, en
15 el suyo yo creo que se manifiesta ese posible self
16 fulling prophecy.

17 En el párrafo 122 cuando habla del retorno
18 mínimo que sugiere Tüv-Süd, Hichens and Harrison and
19 Company cuando dice que (Interpretado del inglés)
20 Considerando el clima político en Bolivia
21 (Interpretado del inglés) Del 25 al 30.

22 Yo entiendo que cuando están diciendo
23 considering the political climate, es decir ahora no
24 cuando Rurelec hizo la inversión. ¿No?

25 SEÑOR FLORES: Sí. Un punto, dos puntos de

19:40:41 1 destacar. Uno es que la carta esta de Hichens según
2 el Tüv-Süd, los analistas no le ponen fecha. O sea
3 no sabemos exactamente cuándo esa carta fue enviada
4 por el broker a Rurelec para que la presentaran
5 junto con este informe.

6 Creo que no es dado que esto fue varias
7 evoluciones no es una carta que se presentara -- o
8 sea, si el plan se presentó en abril del 2010 no fue
9 aprobado o presentado en abril de 2010, supongo que
10 esa carta es de antes de ese momento.

11 COÁRBITRO CONTHE: Bueno, una sola pregunta que
12 es muy parecida a una que le hice al señor García
13 Represa el primer día y que es sobre, y perdón al
14 traductor porque voy a hacer un spanglish, mezcla
15 como siempre hacemos en finanzas entre español e
16 inglés porque yo creo que hay dos conceptos
17 esenciales claros. Uno es expected return on equity
18 y otro es weighted average cost. Entonces
19 olvidémonos del momento del internal rate of return
20 que es una forma de aplicar cualquiera de esos tipos
21 de interés. Entonces si yo no entiendo mal su
22 método es que usted en la coctelera pone un expected
23 return on equity del 27,6, lo mezcla en proporción
24 óptima con una financiación ajena al 7,88 y hace el
25 cóctel y le sale el weighted average cost de 19,85.

19:42:12 1 ¿No?

2 SEÑOR FLORES: Correcto, sí.

3 COÁRBITRO CONTHE: Entonces lo que yo digo es
4 la manifestación que hizo el señor Earl como
5 responsable de inversiones de Rurelec en Sudáfrica
6 cuando dijo que quería una rentabilidad del 20 por
7 ciento, a mi entender ese 20 por ciento es
8 comparable con su 27,66 por ciento expected return
9 on equity, no con su weighted average cost que es la
10 mezcla, que es la tasa de descuento.

11 SEÑOR FLORES: La verdad es que no estoy
12 seguro. Y esto es lo que pasa cuando uno asiste a
13 una audiencia por una semana. Viene con las ideas
14 muy claras y sale más confuso aún.

15 ¿Por qué? Porque por ejemplo la carta
16 de Hichens para la aprobación del ciclo combinado de
17 EGSA, esa muy claramente dice: este es el mínimo
18 retorno de capital propio que esperamos. Lo indica
19 allí, pone minimum equity, IRR, o unas palabras
20 similares. Ahí seguro que están hablando de equity.
21 O sea ese mínimo 25 a 30 por ciento, eso sí que se
22 compara como el 27 por ciento. No hay disputa.

23 Para el otro documento que introducimos en
24 mi informe relativo a la presentación en la Bolsa de
25 Londres de las inversiones en Sudáfrica, allí pone

19:43:24 1 bien claramente el project IRR. Minimum project
2 IRR. Hay que poner project IRR of no less than 20
3 per cent. O sea la palabra que utiliza es project.

4 Pero entonces el señor Earl dijo que se
5 estaba refiriendo a equity IRR. Entonces esto es lo
6 que él dijo, por lo tanto supongo que su palabra
7 tiene más peso que lo que puso en el documento eso
8 en la Bolsa de Londres.

9 COÁRBITRO CONTHE: Sí.

10 Lo digo porque este es un tema importante,
11 y por eso vi cierta confusión en lo que manifestó el
12 señor García Represa porque parecía sugerir que el
13 señor Earl había dicho: yo soy el 20 por ciento y
14 ustedes Econ One están diciendo sólo el 19 con 88.
15 Luego parecen que están de acuerdo.

16 Y yo creo que su párrafo 118, que se lo
17 leo, dice: "Es decir, las inversiones que valúa
18 IPSA, la empresa del señor Earl en Sudáfrica, deben
19 tener un rendimiento esperado mínimo de 20 por
20 ciento. O de lo contrario IPSA no invertirá en
21 ellas."

22 Como explica ahí sale el precio que está
23 dispuesto a pagar por proyectos se deriva de ese
24 mínimo retorno esperado del 20 por ciento.

25 Por lo tanto y aquí es la frase que a mí

19:44:34 1 me parece...

2 SEÑOR FLORES: Discúlpeme, un momento. Es
3 párrafo...

4 COÁRBITRO CONTHE: 118.

5 SEÑOR FLORES: Sí, aquí estoy.

6 COÁRBITRO CONTHE: La segunda frase es la que a
7 mí parece o es una confusión o está equivocada.

8 Dice: "Por lo tanto esa es la tasa de
9 descuento que se debe utilizar para evaluar
10 proyectos de generación eléctrica en Sudáfrica."
11 Con lo cual viene a estar sugiriendo entiendo yo en
12 esas frase, que esa tasa de descuento es comparable
13 a su 19 con 88 por ciento.

14 SEÑOR FLORES: Sí, eso es con mi entendimiento
15 según el párrafo citado que en inglés, que esto que
16 le decía antes, el project IRR of no less than 20
17 per cent. O sea que el IRR se puede calcular que es
18 todo lo que se pone en un proyecto en términos de
19 financiación puede venir de accionistas o de
20 prestamistas. ¿No?

21 Entonces el IRR se puede calcular de esa
22 manera, lo que entra y lo que sale.

23 Y aquí el lenguaje cuando yo lo leo,
24 cuando dice project IRR en vez de equity IRR, parece
25 referirse a todo el proyecto.

19:45:39 1 Esto no es lo que dijo el señor Earl, por
2 lo tanto puede ser que usted tenga razón y que ese
3 20 por ciento sólo se esté refiriendo a la tasa de
4 retorno mínima esperada para el capital propio.

5 COÁRBITRO CONTHE: Es que uno pensaría que si
6 se está haciendo una presentación a inversores en
7 equity, el weighted average cost no les importa para
8 nada. A ellos lo que les importa es el dinero que
9 van a secar ellos. Con lo cual parece natural y por
10 eso me parece que es bastante desgraciada esta frase
11 de su informe porque yo creo suscitaba esa confusión
12 en la que a mi juicio, pero espero que mañana en el
13 closing remarks quedará perfectamente aclarado cuál
14 es el punto de vista de los abogados de Bolivia.

15 SEÑOR FLORES: Bueno, sobre este comentario de
16 lo desgraciado de la frase, es simplemente
17 respondiendo a esto como si usted mira atrás qué es
18 lo que el señor Earl dijo. Él dijo claramente hay
19 que hacer una distinción clara, project IRR versus
20 equity IRR. Eso es lo que él dijo antes de luego ir
21 a las explicaciones. Entonces yo me guíe por ese
22 principio.

23 PRESIDENTE JÚDICE: Señor García Represa.

24 SEÑOR GARCÍA REPRESA: Gracias, señor
25 presidente.

19:46:40 1 Quiero que quede muy claro en relación con
2 algunos comentarios que acabamos de escuchar, que
3 tanto el segundo informe del doctor Flores como las
4 respuestas que yo di al Tribunal en el inicio de
5 esta audiencia, se basaron en lo que dicen los
6 documentos.

7 Los comentarios que se acaban de escuchar
8 por parte del Tribunal se refieren exclusivamente a
9 una declaración oral que ha dado el señor Earl en
10 esta audiencia.

11 Si esa declaración oral viene a corregir
12 algo que fue sometido a la Bolsa de Londres, eso es
13 un tema que acaba de surgir en esta audiencia y
14 desde luego no es lo que dicen los documentos.

15 PRESIDENTE JÚDICE: Doctor García Represa: ¿me
16 permite? Interpretando al doctor Conthe, no está
17 diciendo que piensa una cosa u otra. Está entre
18 comillas provocando respuestas del doctor Flores,
19 como ha hecho con el doctor Abdala, donde queriendo
20 que una especie de (mayólica) para provocar
21 respuestas es mi interpretación.

22 Gracias.

23 COÁRBITRO CONTHE: Bueno, hoy yo he oído al
24 señor Abdala un argumento nuevo. Cuando yo le
25 preguntaba, y estaba usted delante, yo durante mucho

19:47:46 1 tiempo creí que era usted abogado, que estaba ahí, o
2 sea que ha oído bien, yo le preguntaba al señor
3 Abdala cómo se explica usted esa distancia entre
4 digamos el 20 por ciento de expected rate of return
5 del señor Earl o de otros con el 14 por ciento de
6 expected rate of return.

7 Entonces el señor Abdala ha hecho un
8 argumento nuevo que es, bueno, es que lo relevante
9 para valorar una empresa no es el expected rate of
10 return medio del conjunto de la comunidad inversora
11 sino que es el expected rate of return de los más
12 optimistas que van a comprar la empresa si sale a la
13 venta. ¿No?

14 No hemos tenido tiempo desgraciadamente
15 porque las preguntas del Tribunal aquí tienen poco
16 tiempo y vamos muy mal de tiempo, pero yo he
17 entendido un poco, si no mal interpreté al señor
18 Abdala, que estaba hablando de lo que en la
19 literatura se llama la maldición del ganador,
20 winner's curse, el que compra una empresa al final
21 acaba siendo el más optimista. Con cual lo relevante
22 no es lo que piensa en promedio la comunidad
23 inversora sino lo que piensan los más lanzados que
24 podrían tratar de comprar la empresa si saliera al
25 mercado.

19:49:00 1 ¿Qué responde a argumento que para mí era
2 nuevo? (Interpretado del inglés) Y no sé si usted
3 lo conoce.

4 SEÑOR FLORES: Para mí no es nuevo porque se lo
5 he oído decir al doctor Abdala en otros arbitrajes y
6 estoy en desacuerdo. Porque si eso fuera verdad, de
7 que o sea es todo el mercado está utilizando un 10
8 por ciento excepto EGSA cuando va a pedir dinero a
9 las Naciones Unidas. ¿No?

10 Y la base que dicen es miren, nosotros lo
11 mínimo que utilizamos es esto. Y (inaudible) dice lo
12 único que utilizamos es eso. Y el otro dice lo único
13 que utilizamos es eso. Entonces la consecuencia de
14 lo que el doctor Abdala dice es que el señor Earl
15 nunca habría invertido en ninguna empresa. Esa es
16 la consecuencia y eso por supuesto no tiene sentido
17 porque él ha invertido en empresas. O sea la idea
18 de que o ampararse en el mercado financiero es muy
19 competitivo, y la tasa que utilizó es la de todo el
20 mundo, pero yo no creo en esa tasa. Mi tasa es mucho
21 más alta. No, o sea, lo que estamos tratando de
22 medir, yo no estoy tratando de medir, y yo no estoy
23 tratando de medir la tasa mínima esperada del señor
24 Earl.

25 Yo estoy tratando de medir la tasa mínima

19:50:12 1 esperada del mercado, del comprador hipotético. Y
2 esas dos tasas la medida que estoy tomando es como
3 una proxy para estimar algo que no está conocido.

4 Podemos saber con seguridad cuál es la
5 tasa de los bonos del Gobierno Español, eso lo
6 sabemos.

7 Nadie sabe con certitud absoluta cuál es
8 la tasa mínima esperada por los inversores. Pero
9 ampararse en este argumento de que sí, bien, el
10 promedio de inversores es mucho menos adverso al
11 riesgo que yo. Entonces si voy a tener rendimientos
12 muy altos, pero todo el mundo no los va tener. No.

13 COÁRBITRO CONTHE: La verdad que no tenemos
14 tiempo. Es un tema porque el willing buyer sería un
15 proceso de self selection. O sea no sería
16 aleatoriamente, pero bueno, en fin.

17 Una pregunta ya para acabar en este tema
18 financiero. Estamos de acuerdo en que para calcular
19 el valor presente del flujo de cash flows hay que
20 utilizan un weighted average cost, una tasa de
21 descuento que es en definitiva un artilugio
22 financiero para convertir flujos futuros en valor
23 presente o al revés, un valor presente en flujos
24 futuros. ¿No?

25 Entonces para hacer eso segundo, esa especie
de

19:49:26
sus

1 conversión de un valor capital del precio de una turbina y
2 complementos en una annuities, las propias autoridades
3 bolivianas desde el año 2000, como figuraba en una de las
4 presentaciones del señor Abdala esta mañana, decidió tomar
5 una tasa de descuento real del 12 por ciento que según nos
6 decía antes el señor Abdala, en términos nominales sería
7 pues del orden del 14 y medio. ¿No?

8 Entonces esa tasa de descuento nominal
9 aceptada por las propias autoridades bolivianas en
10 el año 2000 para convertir valores de turbina en
11 annuities que luego se convertían a dólares por
12 kilovatio/hora como precio por potencia, yo decía
13 que curiosamente a los Tribunales se nos acusa de
14 split the baby, pero esa tasa de descuento está a
15 mitad de camino entre la tasa de descuento del
16 informe del señor Abdala, 10,63 y la tasa de
17 descuento del informe de Econ One que es 19,85.

18 En su comentario inicial le he oído que ha
19 considerado irrelevante esa tasa de descuento del 12
20 por ciento real, pero no llego a ver cuál era el
21 argumento para considerarla irrelevante.

22 SEÑOR FLORES: De acuerdo, muy bien.

23 Hay varios puntos, el primero y el más
24 sencillo es que el doctor Abdala y yo estamos de
25 acuerdo en que la tasa de descuento se tiene que

19:52:56 1 calcular a un punto preciso en el tiempo. Como
2 usted bien sabe, todas las variables financieras
3 suben y bajan en el tiempo. ¿No? Entonces ya sólo el
4 hecho de que la tasa esta esté (decodificada), no sé
5 si es ley o regulación o norma, pero que la tengan
6 allí ya puesta y que allí se queda, esto ya indica
7 que no es un análisis financiero válido. ¿No? Lo
8 que necesitamos es saber cuál es la tasa de
9 descuento a la fecha de valuación, no cuál era en el
10 2000.

11 El segundo punto es que lo que estamos --
12 otra vez la tasa de descuento es el rendimiento
13 mínimo esperado. Y esto tiene que incluir
14 rendimiento mínimo esperado teniendo en cuenta los
15 riesgos de esa inversión en concreto.

16 No he visto ningún análisis de este tipo
17 de que ese 12 por ciento tenga en cuenta los riesgos
18 de la inversión.

19 Por ejemplo, para darle un ejemplo muy
20 sencillo, usted tiene razón con esta anualidad, note
21 lo que se coge lo que costaría hoy una turbina
22 hipotética en los Estados Unidos. Y si usted compra
23 esa y la pone aquí y le dura veinte años, le vamos a
24 pagar un pago mensual para que usted haga eso.

25 No hay ninguna garantía de que ese pago se

19:54:12 1 vaya a realizar durante veinte años. Sólo tiene que
2 usted poner proyecto Rositas, ¿y qué pasa? Como la
3 generación hidroeléctrica es mucho más barata, eso
4 va a desplazar un montón de unidades
5 termoeléctricas, incluyendo varias unidades de EGSA.

6 Por lo cual entones usted estaba allí
7 supercontento con su pago mensual por precios de
8 capacidad y entonces ese pago desaparece. O sea,
9 eso no es una medida, ese 12 por ciento no puede
10 medir el riesgo de la inversión porque está
11 asumiendo una serie de circunstancias que no se
12 plantean, que no ocurren realmente.

13 COÁRBITRO CONTHE: Me reservo mi opinión.

14 Pero paso rápidamente a la siguiente
15 cuestión, que es en una parte del informe hemos
16 estado hablando con amplitud de la prima del tamaño
17 pequeño. Pero cuando al final en el informe en el
18 párrafo 223 se habla del precio spot, y si quiere
19 vamos brevemente a él, hace usted un razonamiento
20 que a mi juicio es un poco contradictorio con lo
21 anterior, porque viene a decir que EGSA como gran
22 empresa eléctrica generadora, tenía cierto poder de
23 mercado y precisamente por eso podía controlar la
24 capacidad de nueva potencia instalada. Y
25 precisamente por eso, como argumenta Bolivia, pues

19:55:37 1 no retiró las unidades de Aranjuez 1, 2 y 3
2 precisamente para beneficiarse de ese poder de
3 mercado y tener ahí un windfall en el precio spot
4 porque sabía que no iba a haber otros competidores
5 que entraran y que rebajaran ese precio y que
6 hicieran que las tres unidades de Aranjuez pues
7 pasaran a reserva fría y no tuvieran ninguna
8 remuneración ni marginaran a efectos del coste
9 marginal. ¿No?

10 ¿Entonces ese argumento que hace en el
11 párrafo 223 de que EGSA tenía cierto poder de
12 mercado no es un poco conceptualmente incompatible
13 con lo que hace al principio cuando calcula la tasa
14 de descuento de aplicarle a EGSA una prima por
15 pequeño tamaño como si fuera una pyme pequeña,
16 desvalida que en un mundo muy complejo tiene que
17 pagar una rentabilidad 6 puntos más alta que una
18 gran empresa?

19 SEÑOR FLORES: A ver, yo creo que los contextos
20 son distintos. ¿No? La verdad es que el mercado
21 eléctrico en Bolivia, todo el mercado eléctrico en
22 este período del 2000 al 2009 es un mercado
23 eléctrico pequeño. Estamos hablando aquí que son
24 capacidad instalada creo que eran como unos mil
25 megavatios, así. Quizás me equivoco un poco.

19:56:56 1 Para que tenga un punto de referencia.
2 Seguro que ha oído hablar de las presa de las tres
3 gargantas en China. Esa planta tiene 22.500
4 megavatios. Una hidroeléctrica. En todo Bolivia en
5 Sistema Interconectado Nacional tiene 1.000. O sea
6 estamos hablando una sola empresa en China es 22
7 veces más grandes que esto. Entonces uno puede
8 tener poder de mercado, es como si usted va a una
9 clase en la escuela primaria y son 20 chicos y hay
10 uno que es más alto y más fuerte y se empieza a
11 pegar con todos y ese es el rey de la clase. ¿No?

12 Pero pones a ese chico en el medio de la
13 ciudad y se pierde. O sea, es una cuestión relativa.
14 Uno puede ser grande en un espacio pequeño, pero
15 pequeño en un espacio grande.

16 COÁRBITRO CONTHE: Claro, pero si uno es
17 monopolista local o tiene cierto monopolio pues
18 tampoco tiene riesgo o sea precisamente el
19 monopolista o quien tiene poder de mercado controla
20 el mercado y por eso tiene menos riesgo.

21 Por eso tradicionalmente las electric
22 utilities se consideraban por lo menos en algunos
23 países pues valores típicos para viudas y huérfanos,
24 precisamente porque tenían muy poco riesgo. ¿No?

25 Y aquí lo que nos está usted diciendo y

19:58:08 1 nos dice Bolivia, y yo creo que no faltan razones,
2 bueno, en el mercado eran muy pocos jugadores, con
3 lo cual el sistema teórico de costes marginales y
4 que la competencia hace que siempre haya nueva
5 capacidad y que los precios bajen, pues en la
6 práctica no funciona del todo bien porque ese
7 supuesto de competencia perfecta en el mundo real de
8 Bolivia con pocos generadores no se da. ¿No? Que
9 yo creo que es el argumento en el que se basó la
10 Superintendencia para dejar que marginaran las
11 unidades 1, 2 y 3. ¿No?

12 Pero por las mismas ese argumento entonces
13 hay que aplicarlas también cuando se calcula la tasa
14 de descuento. ¿No?

15 SEÑOR FLORES: No, yo creo que no. Porque
16 estamos hablando otra vez de dos cosas distintas.
17 Una aquí, estamos hablando de poner en el mercado
18 cuando hay pocas empresas que son pequeñas. O sea
19 en conjunto y aunque fuese la mayor, entonces...

20 COÁRBITRO CONTHE: Muy bien, pues ya tengo dos
21 preguntas brevísimas.

22 PRESIDENTE JÚDICE: El Tribunal cree que está
23 esclarecido su punto de vista.

24 COÁRBITRO CONTHE: Yo creo que desgraciadamente
25 no tenemos tiempo para hablar de métodos

19:59:11 1 alternativos. Pero en el sistema de valoración de
2 múltiplos yo me pregunto si la metáfora que ha
3 utilizado de los pisos es plenamente ecuánime,
4 porque en definitiva los múltiplos de una forma es
5 cuántos dólares tengo que pagar por cada dólar de
6 EBITDA que quiero conseguir. Es un precio, los
7 múltiplos por lo menos el múltiplo por antonomasia
8 que es precio respecto a EBITDA, es cuántos euros o
9 cuántos dólares tengo que pagar por una unidad de
10 EBITDA, de earnings before.

11 Yo creo que claro, un dólar de EBITDA se
12 parece bastante, hay un poco de riesgo distinto. Se
13 parece bastante a Bolivia, a Perú, a Nueva York y
14 mientras que un piso no es lo mismo tener un piso en
15 los Campos Elíseos que tener un piso en la Puerta
16 del Sol o un piso en otra ciudad. ¿No?

17 O sea que ha utilizado una metáfora que yo
18 creo que exagera la diversidad del universo de
19 empresas que tienen que aplicar su mismo múltiplo
20 porque en definitiva los múltiplos es precio por
21 unidad de lo que aparece en el denominador, ese
22 EBITDA que es dinero. Y ahí hay algo de riesgo pero
23 no son servicios intangibles ajenos a lo pecuniario,
24 como el piso.

25 Eso es un comentario que yo diría que es

20:00:31 1 como un billete de lotería. El precio de un billete
2 de lotería en Bolivia, en París y en España es muy
3 distinto a una hamburguesa.

4 SEÑOR FLORES: Lo siento, pero estoy en franco
5 desacuerdo porque un billete de lotería el pago
6 depende simplemente de si han emitido un millón de
7 billetes o 10 mil billetes. Y eso el pago va a ser
8 lo mismo en cualquier país del mundo.

9 Si me permite, porque creo que esto es muy
10 importante, me desagradaría acabar con esta nota. 1
11 dólar de EBITDA, usted tiene razón, lo tenemos que
12 relacionar con el precio.

13 Pero el precio, o sea, estamos diciendo
14 cuánto estoy dispuesto a pagar por cada dólar de
15 EBITDA. Un EBITDA en una empresa en Chile con un
16 mercado muy desregularizado, muy adverso, no tiene
17 nada que ver con un dólar en Bolivia.

18 COÁRBITRO CONTHE: Se lo acepto. De acuerdo.

19 Y mi última pregunta que es sobre el
20 tema del book value y un párrafo que usted ha citado
21 ya y que es muy interesante y que tiene dos
22 componentes, es el párrafo 53 en la página 21 de su
23 informe en el primer bullet point cuando dice que en
24 diciembre de 2003 una filial de First Group vendió
25 su participación de segunda en EGSA a una filial de

20:01:52 1 Integrated Energy Limited, creo que es Southern
2 Integrated Energy Limited, reportando una pérdida de
3 33 millones de dólares. Es decir el valor de
4 mercado era 33 millones menos al valor en libros.

5 Bueno, aquí yo lo que quiero decir al
6 valor en que estaba contabilizada en libros en el
7 vendedor que era First Energy.

8 Lo que me pregunto es si usted sabe cuál
9 era ese valor en libros.

10 SEÑOR FLORES: No, lo busqué pero no lo
11 encontré.

12 COÁRBITRO CONTHE: Porque quiero decir, es que
13 en algún momento usted pareció entender que esto lo
14 utilizaba para decir que se compran las cosas por
15 debajo de su valor en libros, pero es que estamos
16 hablando de dos conceptos distintos. Uno es el
17 carrying value que yo tengo en mis libros como
18 activo. Y otra cosa es el patrimonio neto, que es
19 el book value. Son dos conceptos radicalmente
20 distinto.

21 Entonces aquí lo que usted está diciendo
22 es que hay activos que se venden a veces con una
23 minusvalía porque el sale value está por debajo del
24 carrying value al que yo lo tengo contabilizado.

25 Pero eso no tiene nada que ver con cuál es

20:03:00 1 el valor del patrimonio neto en la empresa que estoy
2 vendiendo. ¿No?

3 SEÑOR FLORES: Y quería aclarar que cuando uno
4 vende una empresa lo que hace en la contabilidad uno
5 dice: bueno esto era el valor neto, valor en libros
6 que dicen los activos menos los pasivos me queda un
7 patrimonio neto. Esto es lo que tenía registrado en
8 mi contabilidad, en mis cuentas financieras.
9 Digamos que eran 50 millones.

10 Y entonces voy y lo vendo por 60 millones,
11 me dan 60 millones de caja.

12 Entonces lo que hago es borrar esta
13 filial, esta subsidiaria de mis libros y lo que
14 estoy borrando es los activos menos los pasivos. Me
15 lo vendo todo.

16 Entonces lo que estoy borrando es el valor
17 neto, el patrimonio neto. Y entonces lo que --
18 entonces lo que pondré en la cuenta de caja le
19 añadiré los 60 millones que me han pagado.

20 Pero aquí lo que está diciendo, lo que
21 entiendo yo que dicen, es que se pagó menos, 33
22 millones menos del valor en libros de lo que el
23 patrimonio neto, o sea lo que esa empresa valía
24 según los libros del vendedor.

25 COÁRBITRO CONTHE: No, pero es que en lo que

20:04:15 1 acaba de decir es que ha dicho ha cambiado sobre la
2 marcha. Una cosa es el valor que tenía en la
3 contabilidad de la empresa americana y otra es el
4 valor patrimonial neto de la empresa boliviana.

5 Entonces hay un supuesto en el que esos
6 valores tienen que coincidir, es cuando la
7 consolidación es por el método de equivalencia.

8 Pero me extrañaría a mí mucho que la
9 empresa americana, consolidara las cuentas de una
10 filial en Bolivia por el método de equivalencia.

11 Con lo cual podría ser como hacía Enron y
12 hacían muchas empresas, que le daban valores
13 altísimos a participaciones que tenían que a lo
14 mejor valían menos.

15 Entonces es lógico que si la tenían
16 sobrevalorada en sus libros, al venderla tuvieran
17 minusvalía.

18 Pero por eso entonces sí que me confirma
19 que yo creo que está usted confundiendo dos
20 términos. Uno es lo que pasa en la contabilidad al
21 vendedor, que es una empresa americana, que es lo
22 que pasa en la contabilidad de la empresa americana,
23 que es lo que la empresa americana comunicó a la
24 Comisión de Valores americana. Y otra cosa distinta
25 que no tiene nada que ver es el patrimonio neto

20:05:15 1 según la contabilidad boliviana de la empresa
2 boliviana vendida. Una cosa es el vendedor y otra
3 es la empresa vendida.

4 SEÑOR FLORES: ¿Pero usted dice que esa pérdida
5 se registró en la empresa americana?

6 COÁRBITRO CONTHE: Bueno, es lo que dice usted.
7 ¿No?

8 SEÑOR FLORES: No, yo dije a una filial. Y la
9 verdad tendría que volver mirar, lo podemos hacer
10 los dos, mirar el archivo y ver dónde se registra.

11 PRESIDENTE JÚDICE: Pero si se permite es un
12 debate con mucho interés intelectual pero creo que
13 no es central o nuclear para nuestra decisión, con
14 todo respeto.

15 Porque cuando hay personas con estas
16 capacidades técnicas y científicas el debate es muy
17 interesante para personas como yo. Pero creo que
18 nos estamos desviando un poco.

19 SEÑOR FLORES: Y además cuando los dos
20 interlocutores son españoles. (Risas.)

21 PRESIDENTE JÚDICE: Yo tampoco quiero hacer
22 ninguna pregunta.

23 Bueno, señor Flores, muchas gracias por su
24 cooperación, por su esfuerzo, por el tiempo que ha
25 pasado aquí, mucho mucho tiempo y por la ayuda que

20:06:19 1 ha prestado a nuestras reflexiones y después claro a
2 nuestra decisión.

3 Muchas gracias.

4 SEÑOR FLORES: Muchas gracias a ustedes y
5 quiero agradecer especialmente a los traductores e
6 intérpretes que sé que mi manera de hablar es a
7 veces difícil de poner sobre el papel.

8 ASUNTOS DE PROCEDIMIENTO

9 PRESIDENTE JÚDICE: Bueno, no se nota.

10 ¿Mañana a qué hora quieren?

11 SEÑOR SILVA ROMERO: Señor president: salvo que
12 las partes no hemos conversado, yo puedo hacer una
13 propuesta. Bolivia tiene muchas cosas que decir
14 sobre esta audiencia. Realmente muchas cosas que
15 decir, y necesitaremos 2 horas para hacer nuestros
16 alegatos finales sobre temas de fondo como temas de
17 forma que han ocurrido en esta audiencia.

18 Si tomamos dos horas, que también
19 necesitarán mis compañeros de la otra parte, la
20 propuesta de Bolivia sería que ellos hicieran sus
21 alegatos orales de clausura de 1 a 3 de la tarde, y
22 nosotros de 4 a 6.

23 ¿Por qué? Porque necesitaremos una hora
24 para organizar nuestros apuntes y poder responder a
25 los argumentos que ellos hagan en su presentación

20:07:35 1 que ellos podrán preparar durante toda esta noche y
2 mañana por la mañana.

3 Esa es la propuesta de Bolivia.

4 PRESIDENTE JÚDICE: Un poco más, porque tenemos
5 que hacer unas pausas. Pero para el Tribunal está
6 bien.

7 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Señor
8 presidente: le iba a pedir al Tribunal y al abogado
9 de Bolivia si a la luz que tenemos menos de 16 horas
10 entre este momento y el momento en el cual nosotros
11 debemos realizar la presentación, dos horas para
12 cubrir cosas que acabamos de escuchar hoy en
13 particular y también el resto de la audiencia, si es
14 algo que necesitemos, dado que parece que el
15 Tribunal está interesado en leer los escritos
16 posteriores a la audiencia, lo podemos hacer, lo
17 vamos a hacer, pero quiero corroborar con el abogado
18 de Bolivia si están seguros de que necesitan que
19 realicemos ese ejercicio esta noche, porque por
20 cierto no vamos a regalar ni una sola hora de
21 preparación.

22 Pero me parece injusto -- no, no quiero
23 decir injusto, porque es totalmente justo, doloroso
24 diría yo. Y estoy de acuerdo aquí con el abogado de
25 Bolivia y también con mis colegas. Estamos todos

20:09:31 1 muy cansados.

2 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):

3 Bueno, necesitamos una solución. Asumo que usted
4 hizo una propuesta. Y esta propuesta es comenzar a
5 la 1 de la tarde y ustedes comienzan a las 4 y que
6 van a tener cierto tiempo para organizar sus
7 documentos y poder responder.

8 Y usted, si entiendo correctamente su
9 propuesta, está asumiendo la posibilidad de no tener
10 argumentos finales.

11 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): Sí,
12 correcto. Esta es una solución, pero por supuesto si
13 Bolivia quiere tenerlos, los vamos a tener.

14 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
15 Por cierto, incluso antes de esta respuesta de
16 Bolivia fue acordado -- yo creo que los argumentos
17 de cierre no son iguales a los escritos, y recibir
18 sus comentarios después de cinco días de audiencia
19 muy difícil, podría ser útil para nosotros.

20 Obviamente si las partes se ponen de
21 acuerdo en no tenerlos, no lo vamos a imponer. Pero
22 nosotros los preferimos.

23 Y por eso es el momento de preguntarle al
24 señor Silva Romero cuál es su opinión.

25 SEÑOR SILVA ROMERO: Señor presidente: la

20:11:06 1 posición de Bolivia siempre ha sido muy clara.
2 Nosotros queremos alegatos de clausura orales
3 mañana. Y consideramos que no son necesarios los
4 alegatos escritos de clausura.

5 Las partes han escrito yo no sé cuántas
6 páginas en este caso hasta ahora. La audiencia
7 ustedes tendrán el transcript con todo lo que ha
8 ocurrido y mañana tendrán los alegatos de clausura.
9 Estamos ya todos aquí, tenemos el caso fresco.

10 Ciertamente, no dormiremos o dormiremos
11 poco, pero no será la primera audiencia en que eso
12 ocurra. Así son todas las audiencias. En mi
13 experiencia alegatos orales son útiles porque
14 ustedes tienen fresco lo que ha ocurrido durante la
15 audiencia.

16 Yo como árbitro agradezco esos alegatos
17 orales porque cierra un poco el telón, y solamente,
18 solamente si ustedes tienen dudas concretas de temas
19 que no hayamos resuelto las partes durante todo este
20 esfuerzo, cuántas memorias escritas sobre
21 jurisdicción, sobre fondo hemos enviado.

22 Si ustedes todavía tienen algo que no
23 tienen claro, me parece que es más conveniente que
24 ustedes decidan esas preguntas después de los
25 alegatos orales de mañana y le envíen una

20:12:28 1 comunicación a las partes diciendo: queremos que en
2 40 o 50 páginas ustedes por favor sobre la base de
3 lo que ocurrió en la audiencia nos aclaren los
4 puntos 1 a 5.

5 Esa sería la propuesta de Bolivia y es el
6 entendimiento de cómo funciona.

7 PRESIDENTE JÚDICE: Muchas gracias. Antes de
8 oír, quería decir lo siguiente. Entiendo que hay
9 mucha información. Entiendo que hay muchas
10 memorias, hay mucho papel, ha sido un esfuerzo
11 fantástico de los abogados de las partes, los
12 testigos, de los expertos, que nos han ayudado
13 mucho.

14 Pero cuando hay mucha cosa, algunas veces
15 puede ser útil para el Tribunal que eso pueda ser
16 encauzado por los abogados de las partes.

17 Entonces para mí esto de alguna
18 postbriefing, posthearing brief o con alguna
19 dirección del Tribunal o sino para desarrollar un
20 poco, para completar un poco lo que ha sido la
21 prueba relativa de los oral pleadings puede que sea
22 importante o útil.

23 En todo caso el Tribunal va a decidirlo
24 mañana. Por eso una cosa es clara. Tenemos final
25 oral pleadings y probablemente también en una forma

20:14:02 1 que no está todavía definida written pleadings
2 afterwards.

3 (Interpretado del inglés) Va a tener que
4 aceptarlo. Yo sé que es un esfuerzo enorme.

5 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): No hay
6 ningún problema. Por supuesto, vamos a estar a la
7 altura de las circunstancias.

8 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés):
9 Pero yo no le estoy diciendo que dos horas sea mejor
10 que una. No estoy seguro si existe una prima por
11 tamaño, por riesgo. Pero en los argumentos finales
12 el tamaño no indica si es mejor o peor. Y si son
13 más breves estos argumentos finales, vamos a
14 terminar antes. Pero depende de ustedes.

15 Como lo dijo el señor Silva Romero, él
16 espera tener dos horas y ustedes tienen también
17 derecho a tener dos horas. Pero esto no quiere
18 decir que su estrategia vaya a ser diferente.

19 ¿Y es aceptable comenzar a la 1 de la
20 tarde?

21 SEÑOR RUBINS (Interpretado del inglés): No, ya
22 habíamos dicho que íbamos a comenzar a las 2 de la
23 tarde. Y no estamos dispuesto a perder una hora de
24 las menos de las 16 horas que tenemos. Y tampoco
25 estoy de acuerdo en el sentido de que tenga que

20:15:19 1 haber un receso de una hora entre las dos
2 presentaciones. Quince minutos simplemente para
3 cambiar un poquito de ambiente.

4 PRESIDENTE JÚDICE (Interpretado del inglés): Y
5 estoy de acuerdo que si no se llega a un acuerdo
6 entre la 1 y las 2, yo diría que es qué va a ser
7 algo más estándar.

8 En segundo lugar, (En español) Bolivia
9 tiene una hora para preparar entiendo que puede ser
10 útil, pero también entiendo que no es necesario. Lo
11 que el Tribunal espera no una respuesta inmediata,
12 pero su punto de vista. Tiene que decidir el
13 Tribunal porque aquí no hay acuerdo donde que los
14 demandantes piensan que 15 minutos es suficientes,
15 la demandada piensa que una hora es suficiente.

16 Si nos permite, es mejor que sea
17 clarificado desde hoy, porque vuestra preparación es
18 importante.

19 Vamos a salir por dos minutos y
20 decidiremos. ¿Okay?

21 (Pausa.)

22 PRESIDENTE JÚDICE: Donde que hemos tomado una
23 decisión y aceptamos el principio que es razonable,
24 es normal que haya algún tiempo entre un oral
25 pleading y el otro. Pero como estamos también un

20:21:01 1 poco cortos de tiempo, nuestra decisión es que se
2 haya treinta minutos con alguna flexibilidad, que no
3 es treinta minutos exactamente. Pero treinta
4 minutos y no una hora. Y empezamos a las 2.

5 Muchas gracias a todos. Hasta mañana.

6 (Es la hora 20:21)

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

CERTIFICADO DEL ESTENOTIPISTA DEL TRIBUNAL

Quien suscribe, Virgilio Dante Rinaldi, Taquígrafo Parlamentario, estenotipista del Tribunal, dejo constancia por el presente de que las actuaciones precedentes fueron registradas estenográficamente por mí y luego transcriptas mediante transcripción asistida por computadora bajo mi dirección y supervisión y que la transcripción precedente es un registro fiel y exacto de las actuaciones.

Asimismo dejo constancia de que no soy asesor letrado, empleado ni estoy vinculado a ninguna de las partes involucradas en este procedimiento, como tampoco tengo intereses financieros o de otro tipo en el resultado de la diferencia planteada entre las partes.

Virgilio Dante Rinaldi, Taquígrafo Parlamentario

D-R Esteno

