

De otro lado, el sistema presidencialista peruano bajo Fujimori es cualitativamente similar al experimentado en otros períodos de la historia peruana, no considero que este aspecto *per-se* haya definido la suerte de las reformas. De hecho, existe una variedad amplia de regímenes dentro del sistema presidencialista pero acompañado de un mercado electoral *profundo*; esto es, un mercado que cuente con partidos políticos organizados y con historia, algo ausente en el Perú.

De otro lado, considero que la ausencia de una descripción del contexto internacional de ese período y de la posición relativa del Perú en dicho contexto hace perder la perspectiva de las limitadísimas opciones que el país enfrentaba, en comparación a lo que sucedía con otros.

Esto último puede explicar el importantísimo rol que jugaron los organismos internacionales en el diseño original de las reformas de mercado introducidas, pero una vez que el país mejoró su posición, hubo una resistencia a seguir las recomendaciones de dichos organismos.

La ausencia de un modelo formal que permita el análisis del proceso de retroalimentación es, a mi criterio, una debilidad metodológica en el análisis que el profesor Arce hace del período de reformas durante la década de 1990.

Sin embargo, el esfuerzo notable de organización de información *vis-a-vis*, las entrevistas personales con muchos de los arquitectos en el período de reformas, y la descripción detallada del proceso de reformas hacen de este estudio una lectura imprescindible.

José Tavera

Departamento de Economía de la PUCP

BRAVO ORELLANA, Sergio (editor). *Teoría financiera y costo de capital*. Lima: ESAN, 2008. 404 pp.

En el contexto actual, en el cual se prevé el ingreso de capitales a nuestro país como un flujo de inversiones, esta obra, publicada por ESAN, se convierte en una importante contribución a la discusión acerca de la determinación del costo de capital para evaluar inversiones en países emergentes como el nuestro, bajo un enfoque de aplicabilidad del modelo del Capital Asset Pricing Model (CAPM) como un método para incluir el riesgo en la toma de decisiones de inversión.

Lo resalante de esta obra es la discusión desde diferentes puntos de vista de los supuestos que asume el CAPM, con la finalidad de aproximarlos en lo posible a la realidad de países emergentes y las propuestas metodológicas que presenta con relativa rigurosidad, de un modo tal que invitan a seguir una discusión de alto nivel académico. Finalmente, y no menos importante, es la aplicabilidad de tales propuestas a casos reales, de una manera lógica y consistente que brindan unicidad a toda la estructura de la obra.

En la primera parte, que consta de los capítulos 1 y 2, se presenta desde una perspectiva contable, una visión simple e ilustrada a través de ejemplos prácticos, del estado de pérdidas y ganancias, flujo de fondos y balance general. Considera en su tratamiento el efecto del apalancamiento sobre los índices de rentabilidad de la empresa, factor que más adelante incluirá en la determinación del costo de capital.

En la segunda parte, que consta de los capítulos 3 y 4, se realiza una presentación breve de la teoría de portafolios, ilustrando su aplicación al caso de tres activos financieros (representados por los retornos generados por tres fondos mutuos), de una manera tal que brinda los elementos suficientes para plantear una generalización para más de tres activos financieros.

En la tercera parte, conformado por los capítulos 5 y 6, se exponen los fundamentos y la derivación del CAPM así como los problemas en la determinación de sus parámetros. Se complementa la exposición con una interesante discusión acerca del horizonte de evaluación y la determinación de la tasa libre de riesgo, analizando por ejemplo la conveniencia de utilizar los T-Bonds en lugar de los T-Bills y también la referida a la determinación de la prima de riesgo de mercado. Asimismo fundamenta la necesidad de ajustar los betas en función al riesgo del sector al cual se aplicará y al nivel de apalancamiento de la empresa.

La cuarta parte, que consta de los capítulos 7 y 8, y la quinta parte, conforman en mi opinión la propuesta principal de toda la obra.

En el capítulo 7 se presentan los métodos directo e indirecto para la determinación del costo de capital en mercados emergentes así como un método para calcular el COK a partir de datos primarios incluyendo el concepto del beta patrimonial y el método de ajuste del beta calculado utilizado por Bloomberg. El capítulo 8 presenta una discusión muy didáctica y sustancial acerca del concepto riesgo-país, sus determinantes y cinco métodos de medición con sus respectivos supuestos, críticas y recomendaciones de uso. Se incluye una explicación acerca de la bondad del spread de los bonos soberanos del Perú como indicador del riesgo país (en un análisis que comprende los años 2001-2003) y un ejercicio comparativo del riesgo-país entre Perú y Chile para los años 1995-2003 presentando hechos estilizados referidos a los determinantes presentados en este mismo capítulo.

La quinta parte, última de este libro, que comprende del capítulo 9 al capítulo 13, representa la consolidación del aporte de esta obra, a través de la presentación de metodologías utilizadas para calcular el COK y su aplicabilidad a nivel sectorial, expone tres métodos para la determinación del costo de capital en mercados emergentes (capítulo 9) y la aplicación de los mismos al sector saneamiento (capítulo 10), sector eléctrico (capítulo 11), sector telecomunicaciones (capítulo 12) y sector telecomunicaciones de Venezuela (capítulo 13). En este último caso, se evidencia que el análisis de supuestos y criterios presentados en la obra, permiten revisar y ajustar a la realidad «de manera relativamente sencilla» los métodos de uso estándar en estos casos.

Entre las críticas de carácter particular que se podría hacer a la obra, está la omisión en la primera parte, del tratamiento del concepto «costo de capital» dado que es parte del título de la obra, hubiera sido muy conveniente referenciar su discusión con la misma pulcritud con la que ha trabajado gran parte de otros conceptos financieros. Asimismo, el enfoque contable utilizado para desarrollo de la primera parte limita un poco el alcance de las conclusiones aquí; pues por ejemplo, muchas veces del significado de los índices de rentabilidad contables ROA y ROE resultan ser una mala aproximación de los conceptos de «beneficio o rentabilidad económica». Al respecto no debemos olvidar que la evaluación de inversiones debe ser de carácter puramente económica.

En la segunda parte quizás también hubiera sido conveniente indicar que los riesgos que enfrenta el inversor son *el único* y *el sistemático* y que el CAPM solo considera el segundo bajo el supuesto de que en inversiones diversificadas el primero desaparece; sin embargo, en mi opinión, ello no es necesariamente cierto en economías emergentes, con lo cual se hubiera ampliado más ricamente la discusión.

Con relación a la tercera parte, me parece que debió aclararse que si bien el CAPM es una metodología para incorporar el riesgo en el análisis de inversiones, hay otras alternativas de uso también aceptados tales como el *método de flujos descontados* o el *método de Montecarlo* también de uso aceptado en economías emergentes.

En la cuarta parte, dado el enfoque de la obra, se utiliza implícitamente el criterio de la TIR para la selección de inversiones; sin embargo, es sabido que este criterio tiene ciertas fallas en su aplicación como por ejemplo la situación de *TIR múltiple*, por lo que valdría la pena hacer algún comentario acerca de otros indicadores.

En general, me parece que es una obra de lectura obligatoria para todo académico y analista de inversiones tanto nacionales como extranjeras, pues en mi opinión su contenido lo convierte en un referente que incentiva y aviva la discusión sobre un tema muchas veces abordado de manera innecesariamente compleja y tan importante de tratar, por las implicancias que puede tener sobre el flujo de capitales a nuestra economía.

Alfredo Vento
Departamento de Economía de la PUCP

DANIEL, Philip, Michael KEEN y Charles McPHERSON (editores). *The Taxation of Petroleum and Minerals: Principles, Problems and Practice*. Nueva York: Routledge, 2010. 480 pp.

Un impuesto a las sobreganancias mineras y petroleras ha venido siendo un tema de fuerte debate en los últimos años en el Perú, interviniendo académicos y políticos. La fuerte alza de precios de los minerales y el petróleo puede graficarse en nuestros dos primeros productos de exportación: el oro pasó de 300 dólares la onza a más de 1 200 dólares la