

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

onza, y el cobre que pasó de primero 0,75 y luego 1 dólar la libra, a 3,50 dólares la libra. Esa alza ha llevado a que las ganancias de las empresas mineras hayan aumentado grandemente. La Southern Copper tiene hoy utilidades netas que bordean los mil millones de dólares, cuando siete años atrás no eran ni la quinta parte de eso. Las mineras que extraen oro han quintuplicado sus utilidades en los últimos cinco años; sus ganancias encima de lo normal suman en este tiempo catorce mil millones de dólares, más de 2,700 millones anuales en promedio. Compárese eso con el presupuesto aprobado por el gobierno para iniciar el aseguramiento universal en salud, que no llega a treinta millones de dólares.

El reciente libro editado por el FMI que acá reseñamos da importantes luces para este debate. Con 15 artículos científicos, solo comentaremos los que nos parecen más relevantes.

Una excelente visión general, a modo de introducción, que establece las características de estos sectores, minería y petróleo, y los relaciona con las características propias de los países en desarrollo, la plantea Paul Collier. Para él, la minería y el petróleo se caracterizan por pertenecer a la ciudadanía, ser agotables, demandar fuertes costos hundidos de inversión y tener precios volátiles. Resalta que «[c]omo las rentas de la extracción pertenecen, enteramente, a los ciudadanos, el gobierno como su agente requiere un régimen tributario que capture esas rentas, adicional y encima a la tributación normal de las ganancias» (la traducción es mía).

Lo más interesante de su propuesta, además de la necesidad de esta tributación especial y adicional, es la idea de que el gobierno debe reducir las asimetrías de información buscando obtenerla directamente mediante la exploración, a lo que sugiere debiera orientarse la cooperación internacional para luego poder realizar licitaciones y contratos mejores con mayor base informativa:

En la medida de lo posible el gobierno no debe otorgar derechos de extracción hasta que las incertidumbres geológicas se hayan reducido [...] Esto significa que, en la medida de lo posible, el gobierno debe separar el proceso de exploración del proceso de explotación [...] Una vez que el gobierno tiene buena información geológica puede entonces licitar los derechos de extracción. La licitación esencialmente revelaría la tasa adecuada de tributación o regalías. El diseño de licitaciones es complejo, pero son la mejor forma de enfrentar los agudos problemas de asimetría de la información y de una adecuada supervisión para enfrentar los riesgos de corrupción inherentes a contratos negociados (81).

Collier también aborda el tema de qué hacer y con qué ritmo gastar los recursos obtenidos. «Antes discutí la necesidad de limitar la inversión a la tasa a la que puede ser absorbida. ¿Qué se debe hacer con los ingresos provenientes de los recursos naturales que están sustancialmente por encima de ese nivel? La respuesta bien puede ser que lo mejor es que no sean generados: los recursos simplemente pueden dejarse sin extraer» (82). Una propuesta polémica, pero que ya había sido formulada de manera similar por J. Stiglitz (Stiglitz, Sachs y Humphreys, editores, 2007. *Escaping the resource curse*, Columbia University Press).

Bryan C. Land, del Banco Mundial, discute en detalle por qué y cómo lo que él llama un impuesto sobre la renta de los recursos naturales, no es otra cosa que un impuesto a las sobreganancias:

El objetivo de un impuesto sobre la renta de los recursos naturales es capturar la renta producto de la explotación de un depósito de minerales o hidrocarburos. La renta se entiende como el excedente de valor generado por esa explotación por encima de los costos de producción, incluyendo los retornos al capital. Siguiendo ese principio, un impuesto a la renta de los recursos naturales grava las ganancias que exceden el mínimo necesario para que el capital sea invertido.

¿Son raros estos impuestos? No. Este autor los encuentra en Canadá, Rusia, Australia, Papua Nueva Guinea, Ghana, Tanzania, Madagascar, Namibia, Zimbabwe, Angola, Azebaijan, Kazakhstan, Islas Salomon, Timor-Leste, Malawi y Liberia. ¿Son recientes? Tampoco, en Papua-Nueva Guinea se aplican desde hace más de cuarenta años. Este experto del Banco Mundial hace sus cálculos basado en una tasa de impuesto a las sobreganancias de 50%, aunque diversos países imponen tasas muy distintas: en Papua-Nueva Guinea es 70%, en Australia 40%, en Ghana 35%, en Angola varía según cada yacimiento.

Resumiendo su análisis, Bryan C., Land concluye que:

Un impuesto sobre la renta de los recursos naturales ofrece un potencial bastante alto para maximizar la recaudación tributaria, al mismo tiempo que genera pocas distorsiones, comparado con otros impuestos sobre las ganancias...La reciente experiencia de alza y baja de las industrias extractivas ha demostrado que hay necesidad de maneras más flexibles y balanceadas para acomodar los intereses tanto de los gobiernos como de los inversionistas cuando las circunstancias cambian. En ese sentido un impuesto a la renta de los recursos naturales merece ser considerada seriamente.

Otro importante debate nacional ha sido alrededor de la factibilidad y conveniencia de cambiar las reglas tributarias, considerando que muchas empresas mineras tienen contratos de estabilidad tributaria. Los propios contratos de estabilidad tributaria, amparados en la Constitución de 1993, son materia de debate, ya que a pesar de las observaciones, se han seguido firmando.

Al respecto, es ilustrativo un artículo de Emil Sunley, director adjunto del Departamento de Asuntos Fiscales del FMI, y Philip Daniel, jefe de la División de Política Fiscal del FMI: «La estabilidad fiscal, al congelar las leyes de la fecha cuando se firmó el contrato petrolero o minero, puede dar a los contratistas beneficios insostenibles, cuando las circunstancias han cambiado o cuando la ley original es defectuosa». Con el alza de precios del oro y el cobre las circunstancias en el Perú han cambiado.

En Zambia, que tenía contratos de estabilidad tributaria, dicen estos funcionarios del FMI que:

[...] en el 2007, el gobierno revisó el régimen fiscal para nuevos proyectos, y en el 2008 modificó la ley de minería para invalidar todos los acuerdos de desarrollo minero- inva-

lidando, por tanto, los contratos de estabilidad tributaria. Un nuevo sistema tributario, incluyendo un impuesto a las sobreganancias y un impuesto a la renta, fue introducido para toda la minería. Hasta la fecha, no ha habido ninguna reclamación legal contra estas acciones del gobierno. Los contratos de estabilidad incluían arbitraje internacional y la renuncia a la soberanía jurisdiccional.

En Tanzania, el gobierno cambió sus leyes tributarias para la minería eliminando la depreciación acelerada de su capital (sistema que reduce los pagos de impuestos que también se aplica en Perú a la gran minería). Luego de eso, relatan los funcionarios del FMI que «en el 2007 las empresas que tenían contratos de estabilidad, aceptaron estas nuevas reglas e hicieron significativos pagos por impuestos correspondientes a los años anteriores, como si no hubieran tenido esa depreciación acelerada del capital».

Los funcionarios del FMI resumen así la situación: «hay pocos casos en los que cláusulas de estabilidad tributaria han sido invocados en arbitrajes o juicios». Un caso peruano, el de Duke Energy, es el único mencionado.

Añaden que «fuentes recientes identifican más de 30 países que han revisado sus contratos o sistemas tributarios en relación al petróleo desde 1999. La mayoría de estos casos han ocurrido desde que los precios del petróleo volvieron a subir desde 2002. Lo sucedido es similar en relación a la minería, aunque quizás con menos países haciendo cambios».

Hay bastante más por leer con cuidado en este libro. Hay artículos destinados a revisar cómo son los regímenes fiscales para la minería, el petróleo y el gas, a nivel internacional. Hay una revisión específica de los impuestos a la renta de los recursos naturales, definida como las ganancias encima de las normales. Podemos encontrar un artículo específico sobre cómo diseñar licitaciones de recursos naturales. Finalmente, una sección con tres artículos que se dedica exclusivamente a los temas de la administración tributaria relacionada a estos sectores. En suma, una contribución importante que no deben perder de vista los interesados en el tema de la minería y el petróleo, sectores que como sabemos tienen gran importancia económica en nuestro país.

Pedro Francke

*Departamento de Economía de la PUCP*

**IBARRA, Antonio y Guillermina DEL VALLE PAVÓN (coordinadores).** *Redes sociales e instituciones comerciales en el imperio español, siglo XVII a XIX.* México: Instituto Mora, 2007. 340 pp. Incluye índices general y temático.

El libro contiene diversos ensayos, en su mayoría correspondientes a México y corresponde a la corriente en boga respecto del análisis histórico económico. Puede verse como un análisis semejante a la «Historia de empresas o Historia de los negocios», desarrollada