

Estructura de capital y formas de participación extranjera en Cuba. Un modelo para medir la rentabilidad país

Structure of Capital and Forms of Foreign Participation in Cuba. A Model for Measuring Profitability in the Country

Víctor Rodríguez García¹ y Lydia Villar López²

¹ Facultad de Economía.
Universidad de La Habana
victor@fec.uh.cu

² Facultad de Economía.
Universidad de La Habana
lilly@fec.uh.cu

RESUMEN

En este artículo se propone un modelo para evaluar el efecto del financiamiento y la modalidad de participación extranjera desde una perspectiva de país, al tomar en consideración las peculiaridades de la economía cubana. El modelo, que permite determinar la rentabilidad país de la inversión, es presentado en su forma general, exponiéndose además todos los supuestos y principios que lo rigen y el procedimiento a seguir para su aplicación.

PALABRAS CLAVE: estructura de capital, criterios de evaluación del financiamiento, costo del capital, participación extranjera, rentabilidad país.

ABSTRACT

A model for evaluating the effect of financing and model of foreign participation from a country perspective is proposed in this work, by taking into consideration the characteristics of the Cuban Economy. The model that allows to determine profitability of the inversion country is presented as a whole. All assumptions and principles that govern the model and the procedure to be followed for its implementation are exposed.

KEYWORDS: *criteria for assessing financing, cost of capital, structure of capital, foreign participation, country profitability.*

RECIBIDO: 30/12/2015

ACEPTADO: 18/02/2016

CLASIFICACIÓN JEL: F00, G15, G31, H54

Introducción

En Cuba, el manejo de la crisis de los años noventa desembocó en la modernización de la estructura económica tradicional y la búsqueda de nuevas relaciones que permitieran relajar las agudizadas restricciones externas y contribuyeran al reacomodo de la economía doméstica; aquí desempeñó un

rol preponderante la apertura externa y, como parte importante de esta, la inversión extranjera directa.

Las formas de inversión extranjera en Cuba adoptan diferentes modalidades, como la empresa mixta (joint venture), los contratos de administración hotelera, los contratos de producción cooperada, entre otras. Estas formas de participación no siempre implican financiamiento por la parte extranjera; sin embargo, en todos los casos hay erogaciones de recursos financieros hacia el exterior del país por diferentes conceptos.

En la economía cubana, los recursos financieros destinados a la inversión debieran asignarse –al igual que en cualquier economía– continuando el criterio de mayor rentabilidad, aspecto este que solo puede conocerse al evaluarse el efecto de las decisiones de inversión y financiación. No obstante, como sucede al tomar estas decisiones en negocios nacionales, la participación extranjera no ha estado marcada por una evaluación encargada de dar a conocer el conocimiento de las implicaciones que supone para el país en términos de costo y rentabilidad. Se siguen cometiendo errores en la evaluación de proyectos de inversión y se ignora completamente la evaluación del efecto de las formas de financiamiento y de las modalidades de participación extranjera.

Las características y condiciones peculiares de la economía cubana hacen que el análisis de la estructura del capital se dificulte. Si bien la internalización de las teorías sobre el tema sirve de base al análisis, es importante tomar distancia de ellas a fin de ser consecuentes con la realidad cubana. El estudio analítico de las distintas fuentes de financiamiento a emplear debe garantizar, de manera particular y global, el desarrollo económico, que asegure a su vez la sostenibilidad a largo plazo del proyecto social. La participación de capital extranjero en la economía cubana añade otro elemento que complejiza el análisis; pues resultan importantes no solo los resultados que para un negocio tendrá la participación de estas fuentes en el financiamiento de inversiones, sino que será igualmente relevante el efecto país de una u otra decisión al respecto.

En investigaciones anteriores (Rodríguez y Villar, 2007 y 2009; Villar y Rodríguez, 2009) se ha tratado el tema desde la óptica cubana, en el plano teórico, a través de la valoración de lecciones de diversas aplicaciones prácticas. Estos estudios han servido de antecedentes a la presente investigación, en la cual se propone un marco de análisis del efecto para el país de la modalidad de participación extranjera y la estructura de capital. Así pues, en un primer momento, se identifican los factores y limitaciones para la elección de la estructura de capital en empresas cubanas con participación extranjera; y en un segundo momento, se examina la aplicabilidad de los criterios de evaluación de las decisiones de financiación en las condiciones cubanas. Posteriormente, se presenta el modelo para evaluar su rentabilidad para el país –teniendo en cuenta las formas de financiamiento y la participación extranjera– en su forma general. Se exponen todos los supuestos y principios que lo rigen, al describirse el procedimiento a seguir para su aplicación.

Limitaciones de la financiación de inversiones en Cuba

La financiación de inversiones a largo plazo en Cuba sigue enfrentando obstáculos que limitan su ejecución, aspecto que afecta la elección de la estructura de capital. Como en la mayoría de las economías subdesarrolladas, los problemas para acceder al financiamiento se ponen de relieve en la disponibilidad de los recursos (oferta y estructura de plazos) y en sus costos (tipos de interés). Sin embargo, también conspiran otros muchos factores.

Así, se puede observar que la inversión mediante el empleo de utilidades retenidas es un proceso no usual en Cuba (Villar y Rodríguez, 2009), pues las empresas cubanas rara vez pueden optar por el empleo de esta fuente. Sus beneficios son distribuidos casi en su totalidad en forma de impuestos, aportes y/o dividendos. Pero, en las bases del sistema de perfeccionamiento empresarial se estipula el uso de esta fuente y, en el caso de las empresas con participación extranjera, se ofrecen incentivos fiscales como estímulo para su empleo. Por tanto, si se tiene en cuenta que esta es una fuente relevante para empresas con problemas de acceso a los mercados de capital y crediticio, se manifiesta que la imposibilidad de su empleo frena el proceso inversionista.

Por otro lado, la aparición e introducción de instrumentos financieros ya experimentados por el sistema financiero cubano con la reforma de la década de los noventa aumentó el abanico de posibilidades de financiación y supuso una canalización más eficiente del ahorro interno. No obstante, el sistema continúa afrontando dificultades que impiden la efectividad de la intermediación financiera y su garantía en la colocación eficiente de los recursos.

Según Rodríguez y Villar (2007), varios son los aspectos que atentan contra la objetividad y la eficacia de los instrumentos:

- la emisión de acciones mediante colocación privada limita el volumen de recursos captados por esta vía;
- los propietarios se convierten en accionistas de manera indefinida, característica que restringe la financiación a través de la ampliación del capital social, mediante la diversificación del accionariado;
- la inexistencia de un mercado de valores disminuye la liquidez de este instrumento;
- el empleo del *leasing* financiero se ve limitado por diferentes regulaciones, siendo este un instrumento muy útil, por no verse obligado el arrendatario a realizar un desembolso de efectivo;
- la financiación se basa casi exclusivamente en los créditos y préstamos a plazo;
- se imponen topes a las tasas de interés, aspecto considerado causante del racionamiento crediticio en mercados incompletos;
- los empresarios cubanos tienen una marcada tendencia al uso del crédito comercial;
- el Banco Central de Cuba ejerce el control sobre la asignación de los recursos financieros al sistema empresarial, lo que no siempre garantiza el destino más rentable de la inversión;

- lo anterior incrementa los costes de transacción, crea trabas al desempeño eficaz de la gestión de cobros y pagos, y reduce el factor de competencia del sector financiero.

Es notable el sesgo hacia el empleo de instrumentos de corto plazo que exhibe el sistema financiero, lo que produce un desbalance entre la oferta y la demanda de fondos. Como se aprecia, habrá una oposición entre la oferta de crédito de corto plazo y las necesidades de financiamiento de largo plazo de las empresas; estas últimas, al verse obligadas al empleo de deuda de corto plazo, estarán financiando activos fijos y capital de trabajo con pasivos de corto plazo, lo cual pone en una situación riesgosa su hoja de balance, e incluso, vuelve más vulnerable al propio sistema financiero.

En el caso específico de la deuda, son también diversos los factores que Rodríguez y Villar (2007) señalan como limitantes de su empleo:

- la no existencia de un mercado para la deuda corporativa implica el casi total desuso de este instrumento;
- la legislación cubana impide a las empresas poner su patrimonio como colateral de la deuda, lo que restringe el empleo de esta fuente;
- el tipo de cambio imperante para el sistema empresarial afecta negativamente a las empresas cuando contraen deuda denominada en divisas;
- el riesgo país atenta contra el empleo de deuda foránea y tiende a elevar su costo;
- están restringidos los préstamos externos a partir de un determinado monto, así como la ejecución de financiamientos negociados por los socios extranjeros de las empresas con participación de estos;
- las instituciones del sistema financiero doméstico tienen limitada la concesión de préstamos a las empresas con participación extranjera (si bien el marco legal posibilita esta actividad).

En cuanto a este último aspecto, cabe señalar otros tres elementos de interés: primero, que la medida puede estar orientada a posibilitar la disponibilidad de un mayor volumen de financiamiento para los sectores menos rentables hacia donde, lógicamente, no fluirá el capital foráneo; segundo, que, en definitiva, la búsqueda de financiamiento externo se debe a la insuficiencia del ahorro interno; y tercero, se entiende que en los negocios donde el Estado como propietario obtiene una elevada rentabilidad, no debe participar como acreedor (pues la rentabilidad a obtener sería inferior).

Además, se considera que esta restricción excluye al sistema financiero de participar en los negocios más rentables de la economía, con lo cual se imposibilita la maximización de sus beneficios y se reduce, por tanto, la disponibilidad crediticia.

En definitiva, el sistema ve sesgadas sus opciones de inversión en sectores poco atractivos, con lo cual su flujo de efectivo futuro esperado será inferior. Si las instituciones pudieran colocar sus recursos en sectores más rentables,

a largo plazo se elevarían sus flujos esperados y habría un mayor volumen de recursos financieros internos para colocar en los sectores más atrasados, lo cual contribuiría a la existencia de mayores posibilidades para el empleo de los diferentes instrumentos financieros. Por tanto, esto entrañaría también mayores posibilidades en la búsqueda de una estructura de capital más apropiada a los intereses del país.

En cuanto al empleo de fuentes extranjeras en forma de capital social, este hecho constituyó un aspecto de importancia en el despegue y salida de la crisis de los años noventa; sin embargo, implica igualmente la pérdida parcial de control sobre los flujos de efectivo y la salida de recursos por concepto de repatriación de dividendos. Como se ha apuntado, raras veces se reinvierten las utilidades de estas empresas, pues generalmente las inversiones posteriores se llevan a cabo mediante financiamientos negociados por los socios extranjeros, hecho que compromete el flujo de la entidad al disminuir los ingresos al fisco y los dividendos de la parte cubana.

Como puede observarse, el problema no reside solamente en decidir qué combinación de fuentes resultará más eficiente, pues son numerosas las aristas a analizar en la búsqueda de un financiamiento que conlleve a la determinación de una estructura coherente con los intereses del país.

La elección de la estructura de capital en empresas cubanas con participación extranjera

La existencia de mercados financieros incompletos, las limitaciones en el uso de diversos instrumentos financieros, la centralización de la economía cubana, la no disponibilidad de información o, en su defecto, su poca fiabilidad y el comportamiento cauteloso de los bancos (como consecuencia de las fallas de información), además de la ausencia de cultura financiera de los empresarios, son aspectos a tener en cuenta al desarrollar el análisis de la elección de la estructura de capital en el caso cubano.

En la búsqueda de una estructura óptima de capital, existe consenso en el hecho de que si se minimiza el costo del capital, se maximiza el valor de mercado de la empresa. En las economías de mercado, el objetivo de cualquier empresa es precisamente maximizar su propio valor, lo que implica incrementar el valor de mercado de cada una de las participaciones, pues de esta forma se aumenta la riqueza de los inversionistas.

Dado que esta maximización del valor implica un aumento de la riqueza en términos de capital, ¿será este un objetivo al evaluar negocios en las empresas cubanas? Directamente no, pues estas no cotizan en mercados bursátiles; pero si acrecentar el valor implica minimizar el costo del capital, se debe buscar igualmente invertir en aquellos proyectos que tengan un alto valor y garanticen una mayor rentabilidad de las empresas. En definitiva, lo que pudiera definirse como la segunda prioridad de las empresas en economías de mercado, o sea, la maximización del beneficio, sí coincide con los intereses de un negocio lucrativo en Cuba.

Este último es un punto que genera debate en muchas ocasiones. Algunos especialistas consideran que las empresas en economías centralizadas no

necesariamente persiguen ese objetivo. Sin embargo, no se es partidario de este criterio. Si se asignan recursos a un negocio lucrativo, ya sea mediante mecanismos de mercado o mediante mecanismos centralizados de planificación, debe buscarse el máximo rendimiento de los activos en que se invierta. Será precisamente la existencia de una base económica sólida, generadora de riqueza, la encargada de garantizar y permitir la financiación de inversiones sociales y el sostén de sectores no productivos.

El empleo de fuentes de financiamiento externas a la empresa, siempre que su costo sea inferior al costo del capital propio, provoca un incremento de la rentabilidad de los propietarios, inducido por los refugios fiscales generados al deducir intereses antes que las cargas fiscales. En las condiciones cubanas esto ocurre también, sin embargo, el Estado asume la forma tanto de accionista como de banquero y fisco. Se estará enfrentando entonces el *trade-off* de a cuál de estos agentes beneficiar. Decididamente, se debe buscar una alternativa en la que todos los agentes vean incrementado su flujo de caja futuro esperado, pues así se contribuiría al aumento del beneficio global (véase para una mejor comprensión a Rodríguez y Villar, 2009). La alternativa más viable se dará al largo plazo, pues el incremento del beneficio de varios agentes hará que estos busquen una cartera óptima de inversiones en pos de provocar un incremento de su flujo de caja futuro esperado, con lo cual la masa gravable se verá incrementada y, por tanto, en consecuencia el fisco verá elevados sus ingresos, a pesar de que la empresa siga empleando una deuda.

Se genera, en definitiva, un efecto multiplicador que vuelve a esta alternativa la encargada proporcionar mayores beneficios al país. Este efecto eleva los ingresos de las instituciones financieras –lo que elevará la disponibilidad del crédito– y actúa como un mecanismo que posibilita a estas instituciones un mejor desempeño en el cumplimiento de sus funciones económicas y, por ende, se garantiza la colocación eficiente del ahorro. Una expansión del crédito interno ofrece un mayor dinamismo en el sector financiero y posibilita una mayor financiación de la inversión con el ahorro nacional.

Otro elemento a tener en cuenta en el caso cubano es el problema principal-agente, el cual se manifiesta de manera diferente quizás a como se presenta en las economías de mercado, pero no por esto se mitiga. El hecho de que tanto la empresa como el banco y el fisco son agentes del Estado, hace que este último incurra constantemente en costos de monitoreo, a fin de garantizar sus intereses. Probablemente, en el caso de la banca y el fisco, estos problemas no sean un agravante, pero sí lo es en el caso del sector empresarial.

Como se conoce, mayores niveles de apalancamiento pueden ser decisivos para disciplinar a los directivos, garantizando la no reducción del flujo de caja para los accionistas, a través de prestaciones extra salariales que mejoren su gestión en pos de asegurar niveles de rentabilidad que garanticen ofrecer el servicio de la deuda. Los planes de incentivos también suelen funcionar como atenuantes del problema, al reducir los costos de monitoreo. En definitiva, se deben buscar soluciones que aminoren el problema del principal-agente y que este no influya negativamente en la elección de una adecuada estructura del financiamiento.

Hasta el momento, se ha relegado en el análisis una variable relevante: la participación de capital foráneo. En los negocios en Cuba, cuando el Estado participa –ya sea como propietario o acreedor– se eleva el riesgo que enfrenta, elevándose en consecuencia la rentabilidad exigida. Entonces, cuando se le otorga participación al capital foráneo, se traspasa parte del riesgo a los titulares extranjeros, con lo que la rentabilidad esperada disminuye en términos absolutos.

Se puede suponer entonces que la solución sería no procurarle participación al capital extranjero, pero este constituye un complemento necesario del ahorro doméstico, máxime teniendo en cuenta las restricciones de liquidez de la economía cubana y los problemas de acceso a los mercados de capital a que se enfrenta. La solución no se encuentra, por tanto, en prescindir de la participación extranjera, sino en buscar la mejor vía para emplearla, de manera que se reduzcan sus costos.

Es conocido que el capital foráneo fluye hacia aquellas regiones y sectores donde espera obtener una elevada rentabilidad o donde la relación riesgo–rentabilidad le resulte atractiva. Si es precisamente en esos sectores en los cuales el Estado como propietario obtiene igualmente una elevada rentabilidad, no constituye entonces un beneficio compartir la propiedad con un socio extranjero. En estos casos debe promoverse la participación del capital extranjero en forma de deuda; sin embargo, el capital querrá participar también de la propiedad para poder beneficiarse de la rentabilidad ofrecida por esta actividad.

El hecho ya referido de que las instituciones financieras domésticas tienen restringida la concesión de préstamos a los negocios con participación extranjera, implica que la alternativa en la cual se potencia el apalancamiento financiero –señalada con anterioridad– ya no tenga lugar. Si no puede participar la deuda doméstica, el efecto multiplicador antes comentado no se producirá, ya que, al ser la deuda foránea, se anularán los ingresos de la banca y los del fisco se reducirán inevitablemente. El fisco estará subsidiando implícitamente el endeudamiento externo; al descontar intereses antes de impuestos, el refugio fiscal hace que el costo efectivo de la deuda se reduzca, al asumir el fisco el pago de un tramo del tipo de interés, específicamente el tipo impositivo marginal.¹ Dado que el empleo de deuda foránea reduce la recaudación fiscal y los dividendos, se moderan en definitiva los ingresos totales para el país. Por otro lado, el sistema de incentivos fiscales –específicamente la exoneración parcial o total del pago del impuesto sobre utilidades– puede actuar en sentido inverso, o sea, no incentivar el empleo de deuda en periodos de exoneración dada la anulación de los refugios fiscales, lo que supone para la empresa el pago del costo efectivo real de la deuda en su totalidad.

El criterio para seleccionar la forma de participación deberá ser entonces la búsqueda de un balance que minimice el costo de la participación foránea y

¹ Ascendente en los casos de negocios con participación extranjera, a 0,30 por unidad monetaria de interés pagada, pudiendo llegar hasta 0,50 en negocios donde se exploten recursos naturales.

maximice la rentabilidad del propio capital nacional. La inversión extranjera implica la atracción hacia el país de recursos financieros –además del resto de las ventajas que se le señalan–, por tanto, la solución anterior resuelve el problema de la reducción del costo de su empleo, pero no involucra la entrada de capital. Se puede entonces concluir *a priori* que lo más favorable será un equilibrio entre las diferentes modalidades, de manera que se fomente la entrada de capital, pero a su vez se minimice su costo, con lo cual se maximiza la rentabilidad del país.

Los criterios clásicos de evaluación del financiamiento: ¿aplicabilidad en Cuba?

Desechado el mundo ideal de Modigliani y Miller, donde las decisiones de inversión se pueden separar totalmente de las decisiones de financiación –dado que estas son totalmente irrelevantes–, se verá cómo las decisiones de financiación realmente añaden valor y resultan relevantes para la inversión. El uso de una u otra fuente implican costos y riesgos diferentes, por lo tanto, incidirán de manera distinta en el costo del capital y, en consecuencia, en las decisiones de inversión y financiación.

Empleando los indicadores clásicos, el valor aportado por las decisiones de financiación puede ser medido a través del ajuste del valor actual, el ajuste de la tasa de descuento o la determinación de los resultados para el propietario. Estos criterios, debido a que son resultado de las teorías de estructura de capital –que buscan más que nada la maximización del valor– se enfocan en la búsqueda de ese mismo objetivo. Están orientados a mejorar las condiciones de las inversiones privadas, a medir de qué manera contribuye el empleo de fuentes externas de financiamiento en la valorización del capital, objetivo que, como se ha visto, no es necesariamente compatible con los intereses de Cuba al explotar una inversión.

Los métodos señalados parten de algunos supuestos o implican el manejo de determinada información que, en el contexto cubano, entorpecen su aplicación o simplemente no son compatibles con los intereses de la economía. En criterio de algunos autores, los siguientes aspectos son los que restringen de algún modo la aplicación de estos métodos en Cuba:²

- Asumen en alguna medida el supuesto de mercados perfectos.
- Tienen su base de cálculo en valores de mercado.
- Presuponen la existencia de una estructura de capital óptima.
- Se precisa conocer el costo de oportunidad del capital.
- Se precisa conocer la rentabilidad del propietario.
- La deuda debe seguir un esquema fijo.
- Los niveles de apalancamiento son constantes para todo el horizonte temporal.

² Estos aspectos no son necesariamente comunes a los tres criterios de evaluación del efecto del financiamiento, se han agrupado con la finalidad de ofrecer una mejor visualización de estos y permitir su generalización.

- La inclusión de los costes financieros se limita al tipo de interés.

Adicionalmente, ninguno de los modelos incluye los costos de insolvencia financiera; todos se centran en determinar los refugios fiscales generados por el empleo de deuda, aunque implícitamente todos concuerdan en que excesivos ratios de apalancamiento implican una disminución de la rentabilidad del capital propio y un incremento del costo de la deuda).

Si bien los aspectos antes señalados son limitantes también en otros contextos, pues si se incumplen los supuestos de un modelo este necesariamente no debe funcionar como se espera, estos criterios son los utilizados internacionalmente. Sin embargo, en Cuba puede sobredimensionarse su influencia negativa, dadas las peculiaridades de la economía de manera general y del sistema financiero en particular; resultado que puede arrojar indicadores aún más distorsionados.

No obstante, el elemento que se considera realmente una limitante en la realidad cubana es el hecho de que el resultado mostrado por estos criterios constituye el beneficio que obtendrán los propietarios, una vez apropiados de los ahorros fiscales a los que renuncia el fisco, con lo cual no ofrecen verdaderos resultados para el país.

Cuando se está empleado el criterio del valor actual neto (VAN) –ajustado luego valor actual ajustado neto (VANA)–, dado que este es una derivación de las tesis de Modigliani-Miller con impuestos, se asume en alguna medida el supuesto de mercados perfectos, lo que dista mucho de la realidad. Este indicador requiere determinar de antemano el VAN de la evaluación económica, para lo cual es necesario conocer el costo de oportunidad del capital, tasa que normalmente resulta difícil de precisar, y desconocida en el contexto cubano. Por otro lado, la propia necesidad de establecer un esquema fijo para la devolución de la deuda le resta flexibilidad a la política de financiamiento y provoca que el mínimo cambio en esta afecte la utilidad del indicador.

Si las decisiones de financiación se toman basadas en el ajuste de la tasa de descuento, esto conlleva a la determinación de una estructura de capital *ex ante*, o sea, la empresa patrocinadora del proyecto de inversión debe tener definida una estructura que responderá en el proyecto en cuestión. En Cuba, este es un tema escasamente tratado y sobre el cual los empresarios tienen muy poco dominio. Si a esto se une el hecho de que la mayoría de las empresas no tienen ni siquiera establecida una política de financiamiento, sino que esta depende de las posibilidades coyunturales de acceso a una u otra fuente de financiación, pues el modelo resulta inoperante del todo.

Unido a esto, los modelos empleados para ajustar la tasa de descuento asumen igualmente en alguna medida la perfección de los mercados, pues son también un derrame de los modelos clásicos. Por otro lado, deben conocerse tanto la rentabilidad de los propietarios, es decir, el costo del empleo de esta fuente, así como el riesgo económico medio de los activos, aspecto sumamente difícil de determinar en la economía cubana. En el caso específico del costo medio ponderado del capital, al asumir una deuda fija, se entiende que el proyecto tendrá idéntica capacidad de endeudamiento durante todo su

horizonte temporal (este modelo toma un horizonte temporal infinito), lo que implica aceptar que el valor del proyecto no variará en el futuro, situación casi improbable.

Sin embargo, el aspecto más relevante –desde el punto de vista negativo– de estos criterios del ajuste de la tasa de descuento es que solo tienen en cuenta, como costo del financiamiento, el tipo de interés a pagar sobre el principal. Los indicadores ignoran los pagos de comisiones por la intermediación financiera, el costo real, en algunos casos, y de oportunidad, en otros, que implica el otorgamiento de garantías (como colaterales de la financiación) en forma de depósitos, cuentas *scrow* o mediante la participación del acreedor en el capital social de la empresa. En el caso específico de Cuba, la insuficiencia del ahorro interno y las restricciones de liquidez, además de cualquier hecho colateral que implique inmovilización de fondos, representan un costo incuestionable.

Obviar los costes adicionales del endeudamiento trae como consecuencia que el resultado sea una tasa de descuento inferior. Esto conducirá indiscutiblemente a una mejora de los indicadores del proyecto, que los conllevará a su aceptación, sin el pleno conocimiento de si resulta viable o no su ejecución, una vez tenidos en cuenta todos los costos adicionales. Por último, tanto el VANA como el VAN a la tasa ajustada, resultan totalmente inoperantes en periodos de exención fiscal, pues si no se encuentran gravadas las utilidades, no se generan refugios fiscales.

En cuanto a la evaluación para el propietario, puede decirse que es quizás quien mejor revele los resultados para el país; de hecho, este es comúnmente empleado en Cuba para evaluar el efecto del financiamiento. No obstante, se debe señalar que, como ocurre con otros criterios, solo ofrece el resultado para el propietario, en este caso la empresa cubana propietaria del negocio evaluado. Su aplicación le permite conocer al propietario los resultados que ofrecerá el proyecto, producto de su participación en una parte del capital social de este, al combinar, con el empleo de deuda, cómo se beneficiará al afrontar una determinada estructura. Se centra igualmente en el efecto del escudo fiscal que representa la deuda.

Este método también adolece, al igual que los anteriores, de la incorporación del coste real efectivo del empleo del financiamiento externo u otra forma de participación, siendo además necesario para su implementación conocer el coste del capital propio, o sea, la rentabilidad exigida y esperada por el propietario; que si bien, en criterio de algunos expertos, siempre el inversionista extranjero lo conoce, no ocurre así con el propietario cubano.

El modelo para Cuba

A fin de poder medir el efecto para el país de la elección de la estructura de capital cuando hay participación extranjera en los negocios, se construyó un modelo que consiste en la conformación de un flujo de caja que tiene su basamento en la combinación del flujo de caja para la evaluación económica de proyectos de inversión y el método de la evaluación para el propietario, sin que esto afecte sus principios y características básicas. De este modo,

al aplicar los criterios clásicos de evaluación de inversiones, estos indicarán los resultados y costos para la economía cubana de aceptar la participación extranjera bajo una determinada estructura de capital.

La propuesta consiste en integrar, en un solo flujo de caja, las entradas y salidas relevantes de efectivo para el país:

1. Incorporar aquellas partidas que representen ingresos de efectivo al país, derivados de la operación del negocio: ingresos por ventas y beneficios extraordinarios.
2. Deducir todas las partidas que representen una salida de efectivo del país: intereses de la deuda; otros costos del financiamiento; canon de la empresa administradora; *management* sobre beneficio de la empresa administradora; *royalties* por el uso de marcas y/o tecnologías del socio extranjero; amortización del principal de la deuda; y dividendos del socio extranjero.
3. Incluir la totalidad de los costes del empleo de financiamiento externo: comisiones por la intermediación financiera (depósitos, cuentas *scrow* o participaciones en el capital social)
4. Considerar el impuesto sobre utilidades, lo que conlleva a deducir las cargas fiscales con dos objetivos: primero, conocer la ganancia del fisco y determinar las utilidades a repartir como dividendos, así como incorporar al final el monto de la carga fiscal, teniendo en cuenta que es una salida para el negocio, pero es un flujo que se queda en el país; y segundo, incluir igualmente los impuestos con que sean gravadas otras empresas foráneas, producto de su participación en el negocio evaluado.
5. Considerar la obligación fiscal por otros conceptos asociados al negocio: canon por la explotación de bienes públicos (redes, viales, etcétera); *royalties* por la explotación de recursos naturales; e incorporar al final el monto recaudado por estos conceptos, al considerar que es una salida para el negocio, pero es un flujo que se queda en el país.
6. Considerar como salida de efectivo por concepto de costo de inversión y capital de trabajo solamente el aportado por el país: incorporar todos los elementos que representen un costo de oportunidad para el país, además de incentivos, subsidios o prestaciones especiales.

Mención aparte merece la deuda, pues dependerá de su procedencia el tratamiento que se le otorgue en el flujo de caja:

1. Los intereses y el principal de la deuda, en caso de provenir de instituciones financieras domésticas, se deducirán a fines impositivos y de distribución de dividendos, siendo añadida al final por no representar una salida de efectivo para el país. El principal de la deuda, no obstante, se debe descontar, pues son recursos que el país invierte en forma de acreedor y representan además un costo de oportunidad; forman parte de la inversión cubana.

2. En caso de deuda foránea, los intereses y el principal se descontarán igualmente por representar una salida de efectivo para el país.

Otros elementos que se deben tener en consideración en la elaboración del flujo de caja, se relacionan a continuación:

1. El canon o *royalties* por la explotación de bienes públicos o recursos naturales solo se incluirán si el negocio en cuestión está gravado con alguno de estos tipos impositivos.
2. Los honorarios básicos (canon administradora) y los honorarios de incentivo (*management* sobre beneficios) solo se incluirán si la empresa en cuestión se encuentra en explotación bajo un contrato de administración hotelera.
3. El *royalty* por el uso de marcas y/o tecnologías del socio extranjero solo se incluirá si se trata de asociaciones bajo la modalidad de producción cooperada o en el caso de otro tipo de asociación que pague estos honorarios.
4. Los dividendos del socio extranjero solo se incluirán en el caso de empresas bajo la modalidad de empresa mixta.
5. Se combinarán los elementos (del punto 1 al 4), dependiendo de la modalidad o combinación de modalidades bajo la cual se explote el negocio; si se debe honrar el empleo de una marca.

En definitiva, en el flujo de caja del modelo se incluirán las partidas, en dependencia de la modalidad de explotación exhibida por la empresa, los tipos impositivos con que esté gravada, los incentivos otorgados y la estructura de capital que se pretenda conformar. A partir de los flujos de caja obtenidos del modelo, se podrán calcular los criterios clásicos de evaluación de inversiones, como el VAN, la tasa interna de rentabilidad (TIR) y la rentabilidad del VAN (RVAN).

Si bien se propone la determinación del VAN –criterio encargado de indicar las ganancias o pérdidas de capital que generará el proyecto– teniéndose en cuenta que no se plantea la maximización del valor como objetivo directo, se pudiera pensar que existe una inconsistencia en la propuesta. Sin embargo, se deben aceptar los proyectos de mayor valor, pues serán estos proyectos los que arrojarán una mayor rentabilidad. Además de reconocer las bondades señaladas a este criterio, resulta un indicador muy completo (ver Brealey y Myers, 2003).

Siendo, por tanto, consecuentes con la lógica seguida, será precisamente la TIR el criterio que debe primar, si bien debe ser complementado con el resto de los indicadores, dadas las inconsistencias que puede presentar este criterio (Brealey y Myers, 2003).

Uno de los problemas a enfrentar una vez aplicado el modelo es la determinación de la tasa de descuento. El costo de oportunidad del capital es una medida estándar de rentabilidad para el proyecto; es la tasa de rentabilidad ofrecida por activos del mercado de capitales, equivalentes en riesgo al proyecto evaluado. Sin embargo, en Cuba no existen mercados de capital y el empleo de

tasas de mercado para descontar flujos implica asumir que los inversionistas potenciales tengan total e idéntico acceso a los mercados de capitales, con iguales oportunidades de prestar y tomar prestado, situación que dista mucho de la realidad. Interrogar a los accionistas sobre cuánto esperan obtener del negocio pudiera constituir una de las vías para estimar este aspecto, pero en las condiciones cubanas es muy poco efectivo este método, ya que generalmente se desconoce la alternativa de inversión similar. Adicionalmente, y como se ha comentado, el flujo de caja para el propietario debe descontarse al costo del capital propio.

Forma general del Modelo de Rentabilidad País (resultado para Cuba)

Flujo de caja para Cuba

1. Ingresos en operación
2. Costos de operación
3. Canon de administradora (% de 1)
4. Utilidad bruta (1-2-3)
5. *Management* sobre beneficio (% de 4)
6. *Royalty* por marcas o tecnologías (% de 4)
7. Canon por bienes públicos (% de 4)
8. *Royalties* por recursos naturales (% de 4)
9. Depreciación
10. Intereses
11. Otros costos financieros
12. Beneficios extraordinarios
13. Utilidades antes de impuestos (4-5-6-7-8-9-10-11+12)
14. Impuestos sobre utilidades (% de 13)
15. Depreciación
16. Flujo de caja en operaciones (13-14+15)
17. Variación del capital de trabajo
18. Inversión y valor residual
19. Amortización del principal
20. Flujo de caja (16-17-18-19)
21. Dividendos socio extranjero (% de 20)
22. Inversión socio extranjero (% de 17+19)
23. Crédito banca extranjera (% de 17+19)
24. Impuestos sobre utilidades
25. Impuesto de otras empresas
26. Canon por bienes públicos
27. *Royalties* por recursos naturales
28. Amortización del principal + pago de intereses (si deuda doméstica)
29. Otros costos financieros (si deuda doméstica)
30. Flujo de caja país (20-21-22-23+24+25+26+27+28+29)

Se propone, por tanto, que como tasa de descuento para actualizar los flujos de caja se emplee el coste del capital propio (el país como propietario), en pos de recoger el riesgo económico del negocio y el riesgo financiero por

la participación de financiamiento externo. Esta tasa deberá representar, además, el coste de oportunidad que representa para el país invertir en dicho negocio y no en una alternativa de similar riesgo.

Resulta útil para este caso la determinación del costo del capital propio, a partir de la aplicación de la Proposición II de las Tesis de Modigliani-Miller [$k_E = k + (k - k_D) D/E$]. Nótese que se considera la deuda antes de impuestos, pues el efecto de los ahorros fiscales queda recogido en el flujo al incluirse en este el costo del financiamiento. Es válido aclarar que el empleo de esta expresión como tasa de descuento no deja de tener limitaciones, ya que el modelo asume ratios de endeudamiento constante y perpetuo, además de estar basado en el uso de deuda mediante la emisión de bonos.

Aunque el modelo también presupone que las proporciones de deuda y recursos propios permanecen relativamente constantes durante el horizonte temporal de la inversión, si hay cambios significativos en el nivel de apalancamiento, en consecuencia variará el costo de la deuda (k_D) y por tanto el costo del capital propio (k_E). Será necesario entonces volver a estimar los flujos, descontarlos en la nueva tasa y calcular el resto de los indicadores, a fin de conocer los resultados del proyecto en la nueva situación, o sea, con la nueva estructura de capital.

Por otro lado, se debe determinar el rendimiento de la inversión extranjera total, con el objetivo de saber cuánto le está costando al país la presencia foránea en su entorno empresarial, dentro de las diferentes formas de participación, y así poder minimizar el costo del capital extranjero.

Al emplear el propio flujo de caja, a partir del cual se determina el flujo de caja país (línea 20 de la figura 1), se puede estimar la TIR de la inversión extranjera total. En este caso, se descontará del flujo el dividendo correspondiente al socio cubano y la inversión cubana total (capital social y deuda), se adicionarán todas las partidas que representan beneficios para la parte extranjera y se deducirán los costos en que la parte extranjera incurre y no quedan recogidos por el flujo original.

Cabe destacar que, si bien se propone un modelo que posea como salida los resultados y costos para el país al aceptar una determinada estructura de capital, no se debe desechar la evaluación privada. De hecho debe realizarse esta con anterioridad, a fin de conocer, en primera instancia, si el proyecto será viable por sí mismo, y el efecto del financiamiento sobre este y los resultados para el propietario. Solo después de desarrollar estos análisis y concluir que debe aceptarse el proyecto según los indicadores de evaluación, deberá aplicarse el modelo propuesto.

Forma general del Modelo de Rentabilidad País (resultado para el inversionista extranjero)

Flujo de caja de la inversión extranjera

20. Flujo de caja
21. Dividendos socio cubano (% de 20)
22. Inversión socio cubano (% de 18+19)
23. Crédito banca cubana (% de 18+19)

24. Royalty por marcas o tecnologías
25. Canon de administradora
26. *Management* sobre beneficio
27. Impuesto de otras empresas
28. Principal + intereses (si deuda externa)
29. Otros costos financieros (si deuda externa)
30. Flujo de caja inversión extranjera (20-21-22-23+24+25+26-27+28+29).

Conclusiones

Las bondades del modelo radican en la flexibilidad de incluir o excluir –sin que esto afecte los resultados– las partidas que lo componen. Por otro lado, posibilita la evaluación, dependiendo del tipo de negocio, de la estructura de capital adoptada y de la forma de participación extranjera en este. Ofrece los resultados para todos los agentes participantes de un negocio de manera independiente y los resultados globales. Finalmente, permite estimar, a partir de sus flujos, los indicadores clásicos de evaluación de inversiones.

Si bien se propone la determinación del VAN –criterio que indica las ganancias o pérdidas de capital que generará el proyecto– al tener en cuenta que no se plantea la maximización del valor como objetivo directo, se pudiera pensar que existe una inconsistencia en la propuesta. Sin embargo, se deben aceptar los proyectos de mayor valor, pues serán estos quienes arrojarán una mayor TIR. Es en definitiva la optimización que garantice la maximización de la rentabilidad del capital cubano y la minimización del costo del capital extranjero la elección que genera los mayores beneficios para la economía doméstica.

BIBLIOGRAFÍA

- ASAMBLEA NACIONAL DEL PODER POPULAR DE LA REPÚBLICA DE CUBA (1995): «Ley N.º 77 de la Inversión Extranjera», *Gaceta Oficial Extraordinaria*, n.º 3, La Habana.
- BREALEY, R. y S. MYERS (2003): *Principios de finanzas corporativas*, 7.ª edición, McGraw-Hill / Interamericana de España S.A.U., Madrid.
- COMITÉ EJECUTIVO DEL CONSEJO DE MINISTROS DE LA REPÚBLICA DE CUBA (2004): «Acuerdo N.º 5290, Contrato de Producción Cooperada de Bienes o Producción de Servicios», *Gaceta Oficial de la República de Cuba*, La Habana.
- Ministerio de la Inversión Extranjera y la Colaboración (MINVEC) (2008): *Panorámica de la inversión extranjera en Cuba*, La Habana.
- MYERS, S. (2001): «Capital Structure», *Journal of Economics Perspectives*, vol. 15, n.º 2, Stanford, pp. 81-102.
- PÉREZ, O. (2008): «La IED en Cuba: ¿vientos a su favor?», *Economía y Gerencia en Cuba: Avances de Investigación*, Centro de Estudios de la Economía Cubana (CEEC), La Habana, pp. 89-106.
- RODRÍGUEZ, V. y L. VILLAR (2007): «El financiamiento a la inversión: el protagonismo del sistema financiero y el Estado. Apuntes para Cuba». *Actualidad y Perspectiva*. Universidad de La Habana, pp. 69-78.

- RODRÍGUEZ, V. y L. VILLAR (2009): «El debate sobre la estructura de capital. Consideraciones para Cuba», *Revista Economía y Desarrollo*, vol. 1, n.º 143, La Habana, pp. 115-139.
- RODRÍGUEZ, V. (2009): «Estructura de capital y formas de participación extranjera en Cuba. Un modelo para medir la rentabilidad país», tesis de maestría, Facultad de Economía, Universidad de La Habana
- RYEN, G.; G. VASCONCELOS y R. KISH (1998): «La estructura de capital: ¿Qué hemos aprendido?», *Harvard Deusto Business Review*, n.º 82, pp. 95-103.
- VILLAR, L. (2002): «La rentabilidad de la inversión cubana en las empresas mixtas», tesis de doctorado, Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- VILLAR, L. y V. RODRÍGUEZ (2012): «El proceso inversionista y la financiación de inversiones en Cuba: deficiencias y limitaciones y retos», *Economía y Desarrollo*, n.º 2. La Habana, pp. 124-138.

