

Junio de 2013

Más Allá de los Subsidios al Endeudamiento: ¿Cuál es el Impacto de Introducir un Subsidio al Capital Propio de los Accionistas (Equity) sobre la Política de Endeudamiento de las Empresas?

Frédéric Panier, Francisco Pérez-González y Pablo Villanueva
Stanford University

Trabajo Premiado en la V Edición del Premio
“Jaime Fernández de Aroz sobre Corporate Finance”

RESUMEN

- La mayoría de los sistemas tributarios en el mundo inducen a las empresas a financiarse con deuda en perjuicio de los recursos propios de los accionistas (equity).
- El presente trabajo demuestra que una reducción drástica de dichos subsidios se traduce en incrementos importantes en los niveles de capitalización de las empresas.
- El trabajo analiza el impacto de una novedosa reforma fiscal aprobada en Bélgica en el año de 2006. Dicha reforma, reduce los subsidios fiscales que promueven el endeudamiento al permitir un beneficio fiscal en función del capital propio de los accionistas (equity). Por ello, y en contraste con los incentivos fiscales tradicionales, el financiamiento de las empresas recibe un ahorro fiscal independientemente de la fuente de financiamiento que se utilice y no sólo cuando las corporaciones se financian con deuda.
- El trabajo revela los siguientes resultados:

Primero, la introducción de un beneficio fiscal en función del capital propio de los accionistas se traduce en una reducción importante en el apalancamiento financiero agregado en la economía (el apalancamiento financiero se define como la fracción de los activos financiados con deuda).

Segundo, el incremento en la capitalización de las empresas refleja las decisiones activas de un amplio grupo de empresas. Tanto las empresas que operaban antes de la aprobación de la reforma, como las nuevas corporaciones reducen sus niveles de endeudamiento neto.

Tercero, las empresas que reportan las reducciones más significativas en su apalancamiento financiero son las corporaciones grandes y las empresas nuevas.

Cuarto, el incremento en los niveles de capitalización de las empresas se explica principalmente por un incremento importante en los niveles de capital propio de los accionistas.

- En resumen, los resultados demuestran que las políticas tributarias orientadas a fomentar la utilización de los recursos propios de los accionistas se traducen en menores niveles de endeudamiento corporativo.

ANTECEDENTES:

En términos generales, existen dos fuentes básicas de financiamiento para las empresas: la deuda y el capital propio de los accionistas. En la actualidad, **la mayoría de los sistemas tributarios en el mundo induce a las empresas a financiarse con deuda en perjuicio de los recursos propios de los accionistas.** Las empresas que financian sus proyectos de inversión con deuda, reciben un ahorro financiero al deducir el pago de los intereses del impuesto sobre la renta. Por el contrario, si una corporación financia los mismos proyectos de inversión con recursos de los accionistas (equity), la empresa no recibe una deducción similar en función del valor de los recursos propios utilizados o de los dividendos que reciban los accionistas. Esta asimetría fiscal fomenta el endeudamiento corporativo. Asimismo, **el uso excesivo de la deuda tiene importantes consecuencias potenciales sobre la estabilidad de las empresas y las condiciones macroeconómicas a nivel país.**

REFORMA TRIBUTARIA

Este trabajo investiga la importancia de los incentivos fiscales sobre las decisiones de financiamiento de las empresas. Para ello, **estudia las consecuencias de una reforma tributaria novedosa que redujo de manera substancial la discriminación fiscal en contra del capital propio de los accionistas.** En concreto, desde el año 2006, Bélgica permite a las empresas una deducción de los intereses “nacionales” o hipotéticos asociados al capital propio. Dichos intereses nacionales se calculan en base al producto de: (a) el valor de los recursos propios de la empresa y (b) una tasa de referencia, inicialmente determinada por los bonos del Estado a 10 años. **En consecuencia, y en claro contraste con los sistemas tributarios tradicionales, los proyectos de inversión de las empresas reciben un importante ahorro fiscal independientemente de su fuente de financiamiento:** deuda o capital propio de los accionistas.

DISEÑO DEL ESTUDIO

Para establecer el impacto de la reforma tributaria sobre las decisiones de financiamiento de las empresas, y minimizar el riesgo de que los resultados del trabajo reflejen el impacto de otras variables económicas que cambian en el tiempo, este trabajo **compara los niveles de capitalización de las empresas en Bélgica a los observados por las empresas en los países vecinos** (Alemania, Francia, Luxemburgo y Países Bajos) **antes y después de la aprobación de la reforma fiscal.** En otras palabras, se utilizan a las empresas incorporadas en los países vecinos como un grupo de control para las empresas belgas. Cabe destacar que no se reportan diferencias significativas en el nivel de capitalización de las empresas belgas relativamente a las empresas vecinas antes de la reforma tributaria.

PREGUNTAS A INVESTIGAR

Este trabajo investiga **cuatro preguntas específicas.** Primera, ¿cambian los niveles de endeudamiento neto a partir de la reforma tributaria? Segunda, ¿son los incrementos en el capital propio de las empresas producto de los incentivos fiscales o de algún otro factor ajeno a temas fiscales? Tercera, ¿cuáles son las características de las empresas que reducen de manera significativa sus niveles de endeudamiento? Cuarta, ¿qué tipo de políticas financieras (incremento del capital propio, reducción de deuda, etc.) explica los cambios en la estructura de financiamiento de las empresas.



RESULTADOS PRINCIPALES:

Las principales conclusiones de este trabajo son las siguientes:

- Las **distorsiones fiscales en contra del capital propio tienen un impacto importante sobre las decisiones de financiamiento de las empresas**. En particular, la introducción de un ahorro fiscal en función de los recursos propios de los accionistas se traduce en una **reducción significativa en el apalancamiento agregado de la economía** así como en el endeudamiento como porcentaje de los activos a nivel empresa. En términos agregados, la fracción de los activos financiados con capital propio se incrementó en 15% en los dos primeros años del nuevo régimen fiscal.
- **La reducción en el apalancamiento financiero es generalizado**. Tanto las empresas que operaban antes de la aprobación de la reforma, como las empresas que inician operaciones a partir de la aprobación del nuevo régimen tributario incrementan la participación del capital propio de los accionistas como fuente de financiamiento de activos.
- **Las empresas que reportan las reducciones más significativas en su apalancamiento financiero son las corporaciones grandes y las empresas nuevas**. En otras palabras, la evidencia sugiere que los cambios en las fuentes de financiamiento son más costosos para las empresas pequeñas.
- Los incentivos fiscales a los recursos propios de los accionistas inducen un **incremento sustancial en los niveles de capitalización de las empresas independientes**. Esto es, el incremento en la participación del capital propio de las empresas no es exclusivo de empresas afiliadas a grupos empresariales o a corporaciones multinacionales. La evidencia indica que las empresas afiliadas a grupos empresariales así como las subsidiarias de los corporativos multinacionales incrementan significativamente sus niveles de capitalización. Sin embargo, la reducción en el endeudamiento de estas corporaciones no explica la totalidad del incremento en la capitalización de las empresas.
- La reducción en el porcentaje de las obligaciones como porcentaje de los activos totales se explica primordialmente por un **incremento significativo en los niveles de capital propio de los accionistas y no por una reducción en el valor nominal del endeudamiento** a nivel empresa. Asimismo, documentamos que una fracción importante del incremento en el capital propio proviene de fuentes externas. Esto es, los cambios en la retención de utilidades no son suficientes para explicar la magnitud de los incrementos en el valor del capital propio de los accionistas.

RELEVANCIA POTENCIAL PARA LAS POLÍTICAS PÚBLICAS

En la actualidad, la mayoría de los sistemas tributarios en el mundo induce a las empresas a financiarse con deuda en perjuicio de los recursos propios de los accionistas. Este sesgo fomenta el endeudamiento corporativo y es difícil de justificar desde el punto de vista económico debido a las distorsiones que genera. Por ejemplo:

Las empresas reciben un ahorro fiscal al incrementar su endeudamiento. Por ejemplo, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos estima que la tasa marginal efectiva de impuesto a las inversiones financiadas con capital propio de los accionistas es del 37% mientras que una inversión idéntica financiada con deuda se grava con una tasa marginal efectiva del -60%. Las correspondientes tasas estimadas para los países del G-7 excluyendo Estados Unidos son 34% y -17%, y para España 36% y -22% respectivamente.¹ En otras palabras, el endeudamiento no sólo no es gravado sino que genera ahorros fiscales netos para las empresas en la mayoría de los países en el mundo.

El régimen fiscal discrimina en contra de los negocios nuevos y de las empresas innovadoras, las cuales cuentan con escasos activos fijos y una menor capacidad de endeudamiento que otras empresas. Dicha distorsión promueve la inversión en sectores económicos con menor potencial de crecimiento.

Si bien las distorsiones generadas por los subsidios al endeudamiento no son nuevas y han sido reconocidas ampliamente en la literatura de las finanzas corporativas desde sus inicios, la **crisis financiera reciente ha enfatizado la importancia del sobre-endeudamiento como un factor de riesgo e inestabilidad** en la economía con importantes costos económicos y sociales.

Para reducir las distorsiones del régimen tributario a favor del endeudamiento, existen en términos generales dos alternativas: (a) eliminar o reducir la deducibilidad de los intereses del impuesto sobre la renta, y/o (b) introducir una deducción comparable para los recursos propios de los accionistas.

La literatura de las finanzas corporativas ha enfatizado históricamente la conveniencia de la primera alternativa. Sin embargo, **una reforma tributaria que elimine la deducibilidad de los intereses enfrenta importantes obstáculos:** (i) la oposición de grupos de interés que se benefician de sus altos niveles de endeudamiento, (ii) la competencia de otros países que ofrecen dicha deducibilidad y los cuales pueden utilizarla como herramienta para atraer inversiones a costa de los países que las eliminen, (iii) el incremento al costo a las inversiones en importantes sectores de la economía, entre otros.

El análisis de este trabajo indica que una **deducción comparable para los recursos propios de los accionistas puede representar una estrategia alternativa para reducir las distorsiones fiscales que promueven el endeudamiento.** Los resultados indican que dicha reforma se traduce en un incremento significativo en los niveles de capitalización de las empresas. Por lo tanto, los beneficios derivados de la reducción en las distorsiones al financiamiento y la reducción en el endeudamiento corporativo tienen que ser evaluados en función del costo fiscal de la reforma. El presente trabajo no analiza los costos sobre las finanzas públicas de dicha reforma fiscal.

¹ Fuente: Departamento del Tesoro (2012). Disponible en la siguiente dirección: <http://www.treasury.gov/resource-center/tax-policy/Documents/The-Presidents-Framework-for-Business-Tax-Reform-02-22-2012.pdf>.

RELEVANCIA PARA LA LITERATURA ECONÓMICA Y FINANCIERA

Desde el punto de vista académico, las principales contribuciones de este trabajo a la literatura de las finanzas corporativas (*corporate finance*) son las siguientes:

- El trabajo **establece de manera clara la importancia de los incentivos fiscales para las decisiones de financiamiento de las empresas**. La literatura económica y financiera que busca establecer el impacto de los impuestos en las decisiones de financiamiento es amplia y tiene una gran tradición empírica. Sin embargo, en la práctica, ha resultado muy difícil demostrar con claridad que los cambios en los incentivos fiscales impactan de manera importante las decisiones de apalancamiento financiero de las empresas.
- La **reforma tributaria** que se estudia es **única y novedosa en la literatura** y tiene importantes **consecuencias potenciales para el análisis de los mecanismos que favorecen la capitalización de las empresas y/o la neutralidad de la política tributaria con respecto a las decisiones de financiamiento** de las organizaciones. La reforma es única porque estudia el impacto de la aprobación de un subsidio directo a los recursos de los accionistas que opera de manera análoga al subsidio existente al endeudamiento. En contraste, la mayoría de los estudios en la literatura académica preexistente examinan la importancia de los cambios en las tasas de impuestos sobre las decisiones de financiamiento de las empresas.
- El análisis de este trabajo permite **reducir de manera importante las críticas en la literatura que señalan que los efectos de las reformas fiscales sobre las decisiones de financiamiento de las empresas son difíciles de separar empíricamente de los cambios en las condiciones macroeconómicas de un país**. Dicha crítica en la literatura se fundamenta en la observación práctica de que la mayoría de las reformas fiscales son resultado de cambios importantes en las condiciones macroeconómicas de un país. Por ello, es difícil de establecer de manera concluyente si los cambios en el apalancamiento de las empresas son el resultado de: (i) las reformas fiscales, (ii) los cambios en el entorno macroeconómico, o (iii) una combinación de factores. La reforma tributaria que se analiza en el presente trabajo no fue resultado de cambios en las condiciones macroeconómicas o fiscales en Bélgica sino que fue detonada por la decisión independiente de la Unión Europea de eliminar los regímenes fiscales especiales en Bélgica, Irlanda y los Países Bajos.
- El trabajo presenta **las primeras estimaciones en la literatura del impacto de una reforma tributaria sobre las decisiones de financiamiento corporativo utilizando una muestra representativa de la totalidad de las empresas en un país**. Los estudios previos en la literatura de las finanzas corporativas se concentran habitualmente en analizar únicamente las decisiones de las empresas que cotizan en la bolsa de valores. En consecuencia, al documentar diferencias importantes en la sensibilidad de las empresas a los incentivos fiscales, el presente trabajo nos permite mejorar y profundizar nuestra comprensión sobre el comportamiento de las empresas de distintos tamaños, estructuras de propiedad, u otras características.