

FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y FISCALIDAD: DEUDA VS CAPITAL

Ensayos y Notas 3/2022

José M. Domínguez Martínez

Director del proyecto de educación financiera Edufinet

Resumen

El presente trabajo tiene como finalidad exponer los aspectos básicos de cómo el tratamiento fiscal puede condicionar la forma elegida por las sociedades para financiar proyectos de inversión, a través de la captación de recursos ajenos (deuda) o de recursos propios (capital). En dicho análisis se parte del enfoque tradicionalmente seguido en el impuesto sobre sociedades, en el que los intereses se consideran gasto deducible, a diferencia de los dividendos o de la asignación de beneficios a reservas. Se hace hincapié en esta asimetría, que introduce un sesgo a favor del endeudamiento, si bien existen otros aspectos a considerar en la toma de decisiones.

Palabras clave: Impuesto sobre sociedades, Impuesto sobre la renta, Financiación empresarial, Endeudamiento, Capital.

Códigos JEL: G32, H32.

Una sociedad dispone esencialmente de dos vías para la financiación de un proyecto de inversión: la de los recursos ajenos, a través del endeudamiento, y la de los recursos propios, a través de la captación de capital. La naturaleza de los instrumentos de deuda es muy diferente a la de los instrumentos de capital, tanto en el plano jurídico como en el económico. Estos últimos conllevan una toma de participación en la propiedad de la sociedad, a cambio de incurrir en el riesgo de pérdida de los recursos en caso de resultados empresariales negativos, y de estar condicionada su remuneración a la existencia de beneficios y, subsiguientemente, a la decisión corporativa de distribución del excedente. Los primeros no se ven sujetos a estos riesgos, a no ser que la compañía se declare en situación de insolvencia. Aun en caso de pérdidas, los acreedores por títulos de deuda tienen derecho a recibir la retribución pactada. Carecen, en cambio, de derechos políticos, sin adquirir, por tanto, la condición de propietarios de la sociedad a la que ceden sus recursos.

La vertiente financiera está llamada a jugar un papel clave tanto en el momento de la decisión de creación de un proyecto empresarial como, una vez en marcha, para el desarrollo de distintas actividades (Edufinet, 2016, págs. 75 y sigs.). En determinadas condiciones, según establece el conocido teorema Modigliani-Miller (1958), la valoración de una sociedad es independiente de la estructura financiera que adopte, esto es, de la ratio deuda/capital. Sin embargo, si los mercados de capitales y de crédito no son perfectos, y, en particular, si existe un impuesto sobre sociedades con un tratamiento asimétrico de ambas formas de financiación, la estructura de la financiación puede adquirir una notable relevancia.

Partiendo de la anterior referencia, en este trabajo se muestra la distorsión originada a raíz del enfoque tradicionalmente adoptado por el impuesto sobre sociedades (IS) en función de la forma de financiación de los proyectos de inversión.

En su celebrada aportación, Modigliani y Miller (1958, pág. 268) sostienen que “el valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital”. Ha de precisarse que se llega a esta

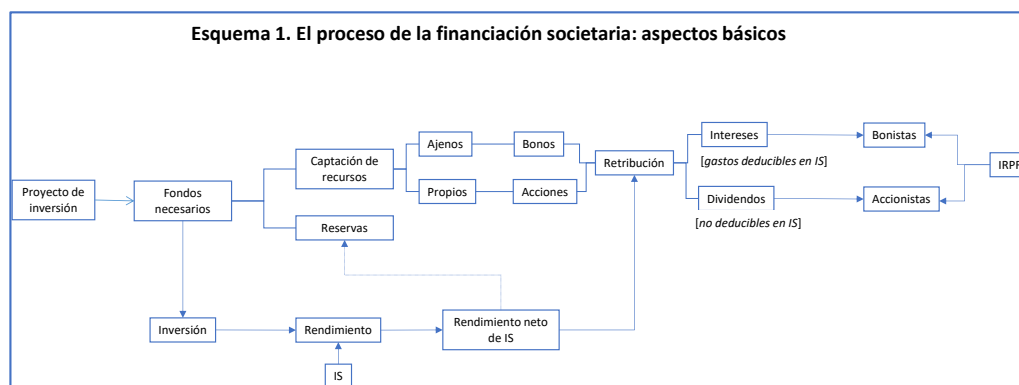
conclusión en un marco, realmente ficticio, de ausencia de imposición y de ausencia de imperfecciones en los mercados de capitales y de información. En ese escenario, para las sociedades, sería indiferente financiarse mediante capital o mediante deuda. Stiglitz y Rosengard (2015, pág. 732) recogen una explicación intuitiva que suele ofrecerse al respecto: “el valor de mercado de la leche consiste en el valor de la nata y el de la leche ‘desnatada’. El producto puede ser reconfigurado, eliminando parte de la nata, para formar leche al 2 por ciento, pero el valor global sigue siendo el mismo. La deuda y el capital representan distintas formas de configurar el rendimiento de una inversión. Los propietarios del capital obtienen todo lo que queda después de atender los derechos de los acreedores. Con más deuda, la cantidad que queda para los propietarios del capital es menor... pero la cantidad total que irá desde la compañía a las familias es la misma, y, por tanto, el valor de mercado será el mismo”.

El panorama se ve alterado, sin embargo, en presencia de un impuesto sobre el beneficio societario, cuando éste no otorga el mismo tratamiento a las remuneraciones del capital y de la deuda.

El acceso a los recursos propios de una sociedad implica que las personas que aportan los fondos adquieren la condición de copropietarios de la sociedad y el derecho a la percepción de dividendos en caso de obtención de beneficios societarios, en cuya decisión de distribución tienen igualmente derecho a participar. A su vez, la vía del endeudamiento mantiene a los prestamistas fuera del ámbito de la propiedad de la empresa, pero obliga al pago de unos intereses periódicos y a la devolución del importe del préstamo dentro de los plazos establecidos.

Desde una perspectiva económica, los desembolsos en concepto de intereses y dividendos representan costes equiparables que deben ser tenidos en cuenta indistintamente para la determinación del beneficio obtenido en una actividad empresarial. La prevalencia del concepto de coste de oportunidad hace que el hecho de que exista o no un desembolso efectivo sea totalmente irrelevante. Es habitual, sin embargo, que nos encontremos con que, en la realidad, el beneficio societario difiera en función de la perspectiva considerada: económica, contable y fiscal (Domínguez Martínez, 2014, págs. 221-222). Como señala Ford (2020), “no hay nada intrínseco sobre un pago de intereses que lo haga que sea un gasto empresarial, mientras que el rendimiento de las acciones no”.

En el esquema 1 se recogen los aspectos básicos del proceso de financiación de una compañía.



En la mayoría de los países desarrollados, la normativa tributaria tradicionalmente ha mimetizado el enfoque contable para la determinación del beneficio empresarial. Así, los intereses de préstamos se consideran (por su importe íntegro, inducido, por tanto, el componente inflacionario) un gasto deducible para determinar la base imponible del impuesto sobre sociedades. De esta manera, dado un tipo de gravamen marginal en el impuesto sobre sociedades igual a t_s , el coste neto de los intereses satisfechos (I) se sitúa en $I(1 - t_s)$ ¹. En contraposición, la normativa fiscal no considera deducibles los dividendos distribuidos, con lo que éstos llegan a los accionistas con la merma del impuesto sobre sociedades $[D(1 - t_s)]$ ².

En suma, la normativa del IS se ha caracterizado, en casi todos los países, por introducir un tratamiento asimétrico de los costes satisfechos por una sociedad por el uso de los recursos financieros, en función de su consideración como recursos propios (capital) o ajenos (deuda). Mientras que los primeros (dividendos) no eran deducibles fiscalmente, sí lo eran los segundos (intereses). En la estructura típica de un IS, el pago de los dividendos tiene lugar a partir del excedente neto de cada ejercicio, una vez deducido el

¹ C = capital del préstamo; i = tipo de interés nominal; r = tipo de interés real; π = tasa de inflación; $I = C \times i$. La deducibilidad de los intereses nominales implica que la sociedad disfruta de una subvención equivalente a $t_s \times C \times \pi$. Un ejemplo puede verse en Domínguez Martínez (2015, págs. 128-129).

² El método de integración entre el impuesto sobre sociedades y el impuesto sobre la renta de las personas físicas es fundamental para poder dilucidar la carga efectiva sobre los dividendos que soportarán los accionistas.

importe del IS. En cambio, los intereses de la deuda son tratados como un gasto necesario para la obtención de los ingresos y, como tal, deducible para determinar la base imponible del impuesto. Ante este tratamiento dual, la distribución de dividendos implica un desembolso por el mismo importe neto para la sociedad, en tanto que el pago de intereses implica un coste neto igual al importe bruto menos el resultado de multiplicar éste por el tipo de gravamen marginal aplicable.

En el cuadro 1 se recoge un ejemplo en el que puede apreciarse el impacto de la fiscalidad según las diferentes alternativas de financiación.

| Cuadro 1. Alternativas de financiación de un proyecto de inversión: el impacto de la fiscalidad. Ejemplo. | | | | | | | | | |
|---|-------------|----------------------|-------------------|-----|----|-----|-------|------|------------|
| Inversión | Rendimiento | IS | | | | | IRPF | | |
| | | Ingresos computables | Gastos deducibles | BAI | IS | BDI | Renta | IRPF | Renta neta |
| 100 | 10 | | | | | | | | |
| Forma de financiación: | | | | | | | | | |
| Bonos | | 10 | 10 | 0 | 0 | 0 | 10 | 2,5 | 7,5 |
| Acciones/Dividendos | | 10 | 0 | 10 | 3 | 7 | 7 | 1,75 | 5,25 |
| Acciones/Dotación a reservas | | 10 | 0 | 10 | 3 | 7 | 7 | 1,75 | 5,25 |

Supuestos básicos:

1. Proyecto de inversión por importe de €100 que genera un rendimiento anual del 10%.
2. Cada año, la sociedad retribuye a los financiadores el importe del rendimiento obtenido, neto de IS.
3. Los intereses son un gasto deducible del IS, mientras que no lo son los dividendos.
4. Se aplica el sistema clásico respecto a la relación entre el IS y el IRPF (independencia total).
5. Tipos de gravamen: IS, 30%; IRPF, 25% (tanto para intereses, como para dividendos y ganancias de capital).
6. Respecto a las acciones, se contemplan las alternativas de retribución por la vía de los dividendos y por la vía de las dotaciones a reservas.
7. Se supone que cada €1 de dotación a reservas se refleja en un aumento de €1 en el valor de las acciones.

La asimetría entre la deuda y el capital es evidente, con lo que dicho tratamiento fiscal introduce un claro sesgo a favor del uso de recursos ajenos por las sociedades. Hace ya algunos años, la revista *The Economist* dedicaba la portada de un número, de mayo de 2015, a dicho tema, con un título impactante: “La gran distorsión”. En un artículo de dicho número se llevaba a cabo un detallado análisis en el que se ponían de relieve los inconvenientes de una práctica considerada sin sentido, y se instaba a erradicarla a fin de poner fin a la “adicción a la deuda”. Ante el claro sesgo introducido a favor de la financiación vía deuda, incluso se ha llegado a sugerir que “ciertamente, podríamos preguntarnos por qué las empresas no usan exclusivamente la financiación vía deuda” (Rosen y Gayer, 2008, pág. 451)³.

Según *The Economist* (2015a), el subsidio que los gobiernos otorgan a la deuda genera un coste y un daño que son inmensos. Los problemas que se derivan de esta práctica, amplificados por el tratamiento fiscal concedido en algunos países a los intereses de los préstamos hipotecarios, se manifiestan en distintos planos: pérdida de recaudación tributaria, alteración de las pautas de inversión, tendencia a la fragilidad económica global, y consecuencias distributivas (*The Economist*, 2015, a; b).

Según la evidencia empírica disponible, el sesgo fiscal a favor de la deuda es responsable de una subida de las ratios de deuda pública de las corporaciones no financieras, en las economías avanzadas, del orden de un 7% de los activos totales (en torno al 15% del PIB) (De Mooij, Keen y Tieman, 2016). El sesgo de la deuda, tiene también una notable influencia en el caso de las instituciones financieras, pese a su estatus especial, y tiende a amplificar los riesgos de estabilidad financiera y macroeconómica (Luca y Tieman, 2016).

Aparte del sesgo de la deuda, el tratamiento asimétrico en el IS origina el denominado “traslado de la deuda”. Como ha señalado el FMI (2016, pág. 10), las diferencias entre países, en los tipos de gravamen del IS, crea oportunidades para la planificación fiscal dentro de los grupos multinacionales, que se traducen en operaciones de préstamo, desde países con bajo nivel impositivo, a entidades relacionadas radicadas en países con elevado nivel impositivo, o bien en la localización del endeudamiento externo al grupo en estos últimos países.

Pese a la evidencia palpable del sesgo favorable al endeudamiento en el IS tradicional, aún en la actualidad nos encontramos con algunas controversias sobre la razonabilidad o no de la deducibilidad de los intereses. Así, por ejemplo, en un debate suscitado por el diario *Financial Times* (Fleicher y Blake, 2020; Domínguez Martínez, 2022) se ponían de manifiesto posiciones contrapuestas:

- i. Argumentos contra la deducibilidad de los intereses:

³ Vid. también Gruber (2011, pág. 723).

- a. De un lado, puede argüirse que el riesgo de quiebra aumenta a medida que se eleva la ratio de la deuda -favorecida por el tratamiento fiscal- respecto a los recursos propios. De esta manera, los gestores pueden endeudarse más de lo que, de otro modo, harían⁴.
 - b. A este respecto, se señala que “la obtención de dinero a través de capital presenta menor riesgo, ya que una compañía puede suspender el pago de dividendos ante situaciones de tensión”. En cambio, “no se puede dejar de atender los pagos de intereses sin dedararse en situación de insolvencia”.
 - c. Por otro parte, aunque el recurso a la deuda estimula una disciplina en la gestión, y puede propiciar una mayor eficiencia, las empresas afrontan también un mayor riesgo de insolvencia. Un sobreendeudamiento implica que habrá un menor capital en términos relativos para hacer frente a fases económicas adversas.
 - d. Asimismo, bajo determinadas provisiones fiscales, el tipo de gravamen efectivo para inversiones financiadas con deuda puede llegar a ser negativo, lo que puede promover la realización de proyectos improductivos.
 - e. Finalmente, la deuda es un componente básico de muchas estrategias de elusión fiscal.
- ii. Argumentos a favor de la deducibilidad de los intereses:
 - a. Sobre la base de la idea de que las empresas deben poder deducir sus gastos legítimos para calcular sus beneficios gravables, la minoración de los intereses no debe ser diferente de la de otros componentes del gasto.
 - b. Se reconoce que, aunque un nivel excesivo de deuda puede hacer que las compañías sean menos robustas, hay razones apropiadas para que una empresa mantenga unos niveles prudentes de deuda.
 - c. La deuda está disponible a menudo a un menor coste de capital que los recursos propios, incluso sin el efecto de la deducción fiscal.
 - d. El endeudamiento evita la dilución de las acciones.
 - e. También permite a las empresas distribuir el coste de adquisición de activos a largo plazo a lo largo de su vida productiva.
 - f. Los datos de la industria del *private equity* indican que las compañías bien gestionadas operan exitosamente con niveles de deuda relativamente altos.

El artículo mencionado propició un amplio debate entre los lectores del diario Financial Times, que, mayoritariamente, se decantaron por poner fin a la distorsión analizada, sugiriendo distintas reformas para hacer que el endeudamiento sea menos atractivo que el capital (O'Brien, 2020).

El problema expuesto es bien conocido y, de hecho, desde hace tiempo, la agenda de las reformas fiscales ha inducido dos modelos impositivos orientados a eliminar el referido sesgo (OCDE, 2007). Dichos modelos responden a enfoques diferentes: i) el conocido como ACE (“Allowance for Corporate Equity”) busca la neutralidad fiscal mediante el reconocimiento de la deducibilidad de un coste imputado por el uso de recursos propios; ii) el que responde a las siglas CBIT (“Comprehensive Business Income Tax”) resuelve el conflicto mediante la supresión de la deducibilidad de los intereses.

Hace algunos años, Bélgica introdujo la deducibilidad para los dividendos pagados en el impuesto sobre sociedades. Frente a esta estrategia, otros países (Dinamarca y Alemania) han adoptado medidas para restringir la deducibilidad de los intereses, lo que se traduce en que, en lugar de tratar a los dividendos como a los intereses, se trata a los intereses como a los dividendos (Norregaard y Khan, 2007, pág. 22). En algunos casos, se ha optado por mantener la deducibilidad de los intereses, pero con limitaciones cuantitativas y sujetas a la verificación del respeto de las condiciones de mercado en operaciones intragrupo (Fleicher y Blake, 2020, pág. 5). A mediados de la pasada década, unos 60 países tenían alguna forma de limitación de la deducibilidad de los intereses (De Mooij, Keen y Tieman, 2016).

Un estudio realizado para el caso belga permite conducir la existencia de un impacto negativo significativo del sistema ACE sobre la ratio de deuda de las corporaciones, que alcanza los 20 puntos porcentuales (De Mooij, Keen y Tieman, 2016).

Por último, no puede dejar de apuntarse que, pese a lo señalado, existe una ventaja de origen fiscal asociada al capital que puede contrarrestar parte del sesgo a favor de la deuda. A tenor de los criterios adoptados por los sistemas tributarios reales, que se apartan de la noción económica de renta, la parte del excedente asignado a reservas, que viene a incrementar el valor de mercado de una compañía, sólo es objeto

⁴ Vid., por ejemplo, Ford (2020), en relación con el caso de Hertz. También, Carrasco, Domínguez y López (2010).

de gravamen en el momento en el que se transmiten las acciones, con el consiguiente aplazamiento de la carga fiscal (Stiglitz y Rosengard, 2015, pág. 732).

Nos encontramos, en definitiva, ante una cuestión de enorme trascendencia en las vertientes de la fiscalidad y la política financiera de las empresas. También, cómo no, en la de la educación financiera.

Referencias bibliográficas

- Carrasco Díaz, D.; Domínguez Martínez, J. M., y López del Paso, R. (2010): “El papel de la fiscalidad en la forma de la financiación empresarial: un análisis empírico”, II Congreso Transatlántico, “Contabilidad, Auditoría, Control y Gestión de Costos”, ISEOR, Instituto Internacional de Costos y American Accounting Association, Universidad Jean Moulin, Lyon 3, 14 de junio.
- De Mooij, R.; Keen, M., y Tieman, A. (2016): “Fixing the great distortion: how to undo the tax bias toward debt finance”, IMF Blog, 10 de noviembre.
- Domínguez Martínez, J. M. (2014): “Sistemas fiscales: teoría y práctica”, Editorial El Toro Celeste, Málaga.
- Domínguez Martínez, J. M. (2015): “Panorama económico y financiero: Cien cuestiones para la reflexión y el debate”, Editorial El Toro Celeste.
- Domínguez Martínez, J. M. (2022): “La deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda: la gran distorsión”, blog neotiemppovio.blogspot.com, 4 de enero.
- Edufinet (2016): “Guía financiera para empresarios y emprendedores”, 2ª ed., Thomson Reuters Aranzadi.
- Fleicher, V., y Blake, J. (2020): “Vid. “Should we end the tax deductibility of business interest payments?”, Financial Times, 22 de julio.
- FMI (2016): “Tax policy, leverage and macroeconomic stability”, octubre.
- Ford, J. (2020): “Companies don’t need any extra incentives to borrow”, Financial Times, 13 de julio.
- Gruber, J. (2011): “Public finance and public policy”, Worth Publishers.
- Luca, O., y Tieman, A. (2016): “Financial sector debt bias”, IMF Working Paper, WP/16/217.
- Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958): “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, The American Economic Review, vol. 49, nº 3.
- Norregaard, J., y Khan, T. S. (2007): “Tax Policy: recent trends and coming challenges”, IMF Working Paper, WP/07/274.
- O’Brian, A. (2020): “Should we end tax deductibility on business interest payments? FT readers respond”, Financial Times, 28 de julio.
- OCDE (2007): “Fundamental Reform of Corporate Income Tax”, OECD Tax Policy Studies, nº. 16, París.
- Rosen, H. S., y Gayer, T. (2008): Public Finance, McGraw-Hill.
- Stiglitz, J. E., y Rosengard, J. K. (2015): “Economics of the public sector”, Norton.
- The Economist (2015a): “The great distortion”, 16 de mayo.
- The Economist (2015b): “Briefing: Ending the debt addiction. A senseless subsidy”, 16 de mayo.