Cómo calcular correctamente el valor de los escudos fiscales

Una forma lógica de calcular el valor del ahorro fiscal es no considerarlo el valor actualizado de una serie de flujos de caja, sino la diferencia entre los valores actualizados de dos series de flujos de caja diferentes.



7 de mayo de 2004

Los impuestos son algo más que una mera preocupación de los directivos financieros, puesto

©IESE Business School

que influyen enormemente en la toma de decisiones de carácter financiero. Por ejemplo, los escudos fiscales alteran las decisiones de presupuesto de capital, afectan a la estructura de capital, etc. El escudo fiscal es una reducción de los impuestos sobre ingresos como resultado de una desgravación fiscal de los ingresos imponibles. En muchas ocasiones, debido a que el interés de la deuda es un gasto deducible, las empresas asumen deuda para que les haga las veces de escudo fiscal.

Aun siendo un tema importante, no parece haber consenso entre la literatura existente sobre cuál es el método correcto para calcular el valor de los escudos fiscales. La mayoría de los autores conciben el cálculo del valor del escudo fiscal en términos del correspondiente valor actualizado del ahorro fiscal debido a los pagos del interés de la deuda. Otros proponen que se descuente el ahorro fiscal del coste de la deuda, o del coste del capital en el caso de una empresa sin apalancamiento.

Fórmula para calcular el valor de los escudos fiscales

En el documento de investigación "The Value of Tax Shields and the Risk of the Net Increase of Debt" ("El valor de los escudos fiscales y el riesgo del aumento neto de la deuda"), Pablo Fernández, profesor de Dirección Financiera de IESE, muestra que una forma lógica de calcular el valor del ahorro fiscal es no considerarlo el valor actualizado de una serie de flujos de caja, sino la diferencia entre los valores actualizados de dos series de flujos de caja diferentes: para la empresa sin apalancamiento y para la empresa apalancada.

Fernández sigue un nuevo método para demostrar que, en un escenario sin costes de apalancamiento, el valor de los escudos fiscales es el tipo fiscal por la deuda, más la tasa fiscal por el valor actualizado de los aumentos netos de la deuda. Esta expresión es la diferencia entre los valores actualizados de dos flujos de caja diferentes, cada uno con su propio riesgo: el valor actualizado de los impuestos para la empresa sin apalancamiento y el valor actualizado de los impuestos para la empresa apalancada.

El documento aplica este resultado general a situaciones concretas (deuda perpetua, deuda de un año de vencimiento pero refinanciada perpetuamente, deuda proporcional al valor de los recursos propios, etc.) y obtiene la relación entre la rentabilidad sobre activos y la rentabilidad sobre recursos propios para perpetuidades en un escenario sin costes de apalancamiento. También obtiene la relación correspondiente entre el beta de los recursos propios apalancados, el de los recursos propios sin apalancamiento y el de la deuda.

©IESE Business School

El autor muestra que en el caso de la deuda perpetua, el valor de los escudos fiscales equivale al tipo fiscal por el valor de la deuda. Cuando se espera que la empresa liquide la deuda corriente sin emitir nueva deuda, el valor de los escudos fiscales es el valor actualizado del interés de la deuda por el tipo fiscal, descontado de la rentabilidad sobre la deuda. En el caso de empresas en continuo crecimiento, y bajo determinados supuestos, el valor de los escudos fiscales en un escenario sin costes de apalancamiento equivale al valor actualizado de la deuda por el tipo fiscal por la rentabilidad sobre los recursos propios sin apalancamiento, descontado del coste de los recursos propios sin apalancamiento.

Otros métodos para calcular el valor del escudo fiscal

Una parte sustancial del documento está dedicada a revisar y analizar la literatura de finanzas existente acerca del valor de los escudos fiscales. Fernández descubre que la mayoría de los documentos anteriores calculan el valor de los escudos fiscales como el valor actualizado del ahorro fiscal debido al pago de intereses.

El autor sostiene que, en cambio, la medida correcta del valor de los escudos fiscales es la diferencia entre dos valores actualizados, el de los impuestos para la empresa sin apalancamiento y el de los impuestos para la empresa apalancada. Fernández demuestra que las metodologías que descuentan los escudos fiscales esperados de la rentabilidad sobre los recursos propios sin apalancamiento arrojan resultados contradictorios en lo que respecta al valor actualizado de los aumentos netos de la deuda.

Dada la gran cantidad de métodos alternativos para calcular el valor de los escudos fiscales que existen, Fernández propone tres formas de compararlos y diferenciarlos: calcular el valor de los escudos fiscales para perpetuidades; comprobar el valor actualizado implícito de los aumentos netos de la deuda, o comprobar la relación implícita entre el coste de los recursos propios sin apalancamiento y el de los recursos propios apalancados con cada uno de los métodos recogidos por la literatura.

©IESE Business School