

Los analistas de la plaza están más inclinados hacia un impuesto del 25%, que el 35%. No obstante, de aprobarse el proyecto de reforma tal como está hoy, varios lo subirían de inmediato.

¿Impuesto de 25% o 35%?

Analistas difieren sobre qué tasa usar

Un reportaje de

E. ELGUETA Y E. ROBLEDO

CUANDO se le consulta a los analistas financieros de la industria sobre cuál es la tasa que hoy utilizan para descontar los flujos de las empresas chilenas a propósito del mayor impuesto contemplado en la reforma tributaria, la respuesta nunca es de un número a secas. Siempre hay una explicación sobre la decisión de optar ya sea por el descuento de 25% de impuesto a la primera categoría o de 35%, que incorpora el 10% adicional de retención incluido en el proyecto de la reforma tributaria.



• **¿Qué ha pasado?** El proyecto de reforma tributaria considera el aumento del impuesto de primera categoría desde el 20% al 25%, a lo que se suma una retención del 10%

• **¿Qué implicancias tiene?** Los analistas de mercado difieren respecto a la tasa de impuesto que se debe considerar: el 25% o el 35%

• **¿Qué consecuencias tiene?** Eso influirá en la tasa de impuesto que se utilizará para descontar los flujos de las empresas

En una sondeo realizado por PULSO, donde de 31 departamentos de estudios sólo estuvieron en condiciones de contestar 12, se evidencia una mayoría en las preferencias. Hoy la mayoría se inclina hacia descontar flujos con un 25% de retención por concepto de impuestos. En esto coinciden Banchile Inversiones, Banco Penta, Renta 4, BICE Inversiones, Credicorp Capital, EuroAmerica, Inversiones Security y JP Morgan.

"No uso el 35% porque el proyecto de Ley dice 25% como tasa de impuesto a primera categoría; el 35% es la tasa de impuesto máximo a aplicar a las personas de altos ingresos, no a las empresas", dice el gerente de estudios de Renta 4, Guillerme Araya.

En esta misma línea el gerente de estudios de Banchile Inversiones, Fernán González, indica que "hay quienes interpretan que la retención del 10% a favor de los accionistas también debería ser considerada, pero la verdad es que no es un impuesto de primera categoría, sólo una retención que las empresas podrán luego descontar del pago de dividendos a sus accionistas. "Eso sí, para los (mayores) accionistas la tasa sí será de 35%", agrega.

Constanza Pérez, subgerente de renta variable de Inversiones Security, quien también utiliza la tasa de 25% para las empresas, marca el

ferencia entre el impuesto de primera categoría y el 35% correspondiente a una retención que las empresas deberán realizar contra el global complementario del inversionista y no al impuesto de primera categoría propiamente tal", dice.

Así, tomando el 5% de incremento desde el 20% hasta el 25%, Pérez estima un impacto del orden de 5% para el IPSA.

Percepción de riesgo

Pero aunque la mayoría no ha incorporado un impuesto de 35% para las empresas, sí es claro que todos perciben un riesgo adicional por el 10% extra. Es decir, el riesgo de impuestos es al alza.

En este sentido, Agustín Álvarez, gerente de estudios de BICE Inversiones, dice que a pesar de estar usando un 25% de impuestos para las empresas en el departamento de estudios sí están incorporando "un premio por riesgo más alto en la tasa de descuento exigida por el patrimonio para reflejar el impacto negativo en el inversionista final tras la eliminación del FUT".

Mauricio Cañas, gerente de research de Banco Penta, indica por su parte que en las estimaciones que hoy utiliza el departamento de estudios a su cargo está incorporando el incremento gradual de impuestos hasta el 25% el 2018, pero que "si el proyecto finalmente se aprueba tal cual, con la retención adicional del 10%, nos vamos a cambiar al 35% de descuento".

Cañas agrega que dicho descuento con la retención adicional hasta el 35% hoy a su juicio "no está incorporado en el mercado".

Constanza Pérez de Inversiones Security dice que el cambio en la estructura tributaria desde base percibida a base devengada que gravaría todas las utilidades del ejercicio en forma inmediata "generaría un impacto del orden de 16% si consideráramos que el grueso de los contribuyentes del mercado accionario se encuentra en el tramo máximo del impuesto global complementario".

Así pues, una forma de ponderar qué tasa de impuestos utilizar observada en las respuestas de los encuestados es la naturaleza de los mayores inversionistas, dentro de los cuales se encuentran los controladores de las empresas, los inversionistas naturales de alto patrimonio y también las AFP.

Y es justamente ponderando esta variable que el analista de EuroAmerica, Alfredo Parra, indica que el dato de que a las AFP se les devolverá el 10% adicional por no ser consideradas como "contribuyentes" según lo que afirmó el ministro Arenas— contrasta con el 35%

TASA DE DESCUENTO APLICADA

DEPTO. DE ESTUDIOS	35%	25%
Banchile Inversiones		
Banco Penta		
BICE Inversiones		
CorpResearch		
Credicorp Capital		
EuroAmerica		
Fynsa		
Humphreys		
Inversiones Security		
JPMorgan		
Renta 4		
Santander		

Fuente: Departamentos de estudios, encuestados por PULSO.

tribuyentes. Con este antecedente, en EuroAmerica continúan mirando el ejercicio del flujo desde la perspectiva de una AFP. No obstante, el analista de EuroAmerica indica: "en el futuro buscaremos implementar un ejercicio que nos permita generar un tratamiento separado entre flujo al accionista y la tasa de descuento".

Impuesto de 35%

Aún con los antecedentes expuestos, algunos analistas ya están trabajando con un escenario de impuestos de un 35% sobre las utilidades de las empresas. Entre los encuestados que inclinan más hacia este análisis están: Fynsa, Santander GBM, CorpResearch y Humphreys.

Marco Alcaayhuaman, gerente del departamento de estudios de Fynsa, dice que "desde la perspectiva impositiva, estamos asumiendo un impuesto de primera categoría de 35%. Esto se explica, que al eliminarse por completo el FUT; esto llevaría a que el impuesto se sitúe en el nivel máximo, es decir, se eleve a 35% donde se graba sobre la totalidad de las utilidades generadas".

Francisco Errandonea, gerente de estudios de renta variable de Santander GBM, utiliza ya el 35% para las estimaciones a partir del 2018. "El impuesto efectivo del 35% es una de las consecuencias de tener un sistema integrado de impuestos, a diferencia de otros países donde no es así y si existe una separación tributaria clara entre empresas y sus accionistas", dice.

Desde la perspectiva de renta fija, el gerente general, Aldo Reyes, dice que el 10% adicional es relevante porque "en términos porcentuales, disminuye los fondos propios disponibles de las empresas, tanto por el incremento de la tasa tributaria como por efecto de la retención."

Sobre el impacto en las empresas, el gerente general de Humphreys dice que el efecto de la reforma tributaria, específicamen-

"Hay quienes interpretan que la retención del 10% a favor de los accionistas también debería ser considerada, pero la verdad es que no es un impuesto de primera categoría".

FERNÁN GONZÁLEZ
Gerente de estudios de Banchile



"El impuesto efectivo del 35% es una de las consecuencias de tener un sistema integrado de impuestos".

FRANCISCO ERRANDONEA
Gerente de estudios de Santander GBM



dependerá de la posibilidad que éstas tengan de traspasar los impuestos a precio. En términos generales, se podría considerar que las entidades reguladas en donde la normativa establece o fija un retorno para ellas, tendrían, en una primera instancia, una reducción de sus flujos que sería revertido en el siguiente proceso de fijación de precios. Por otro lado, las compañías que comercializan productos con una baja elasticidad precio, tendrían mayor oportunidad de traspasar a precio el aumento del costo impositivo. En contraposición, empresas exportadoras o que venden productos con elevada elasticidad de precio verían más perjudicada su situación de caja. También podrían verse afectadas empresas de rentas inmobiliarias, cuyo precios están fijado a mediano o largo plazo, además del efecto que tendría en este tipo de sociedades la eliminación del crédito fiscal de las contribuciones.

Sin embargo, se debe tener en consideración que lo anterior es bajo la premisa del "ceteris paribus", situación que no se da en la práctica. Si bien en el corto plazo es altamente probable que los flujos de las empresas se vean resentidos, en una perspectiva de largo plazo sería esperable que las sociedades adoptaran medidas para revertir el impacto negativo de la reforma sobre el flujo de caja y sobre la rentabilidad del patrimonio; sin descartar que, bajo límites razonables, se comience a operar con mayores niveles de anclamiento fi-