

Efectos de la estructura tributaria sobre el valor a precios de mercado del sistema bancario colombiano

Publicado en Revista Carta financiera No 135 – Sep/Oct 2006

Camilo Soto Franky ^{1/}

Doce reformas tributarias han sido aprobadas en Colombia en los últimos once años y en ningún caso dentro de la exposición de motivos de las mismas se ha hecho mención al impacto que sobre el valor de las firmas tendría la expedición de las nuevas normas. Este hecho llama la atención toda vez que el papel de la política económica en materia fiscal no sólo debe ocuparse de unas finanzas públicas sanas, equilibradas y sostenibles, sino que el Estado debe propender por garantizar las condiciones que fomenten el desarrollo económico y, en particular, porque el crecimiento esté fundamentado en un aparato productivo sólido y generador de valor; valor para la sociedad, para los dueños del capital, para la clase trabajadora, para los consumidores e incluso para el Estado mismo.²

Este análisis aborda esta problemática, la cual no ha sido estudiada con esa orientación por investigadores económicos ni en finanzas y no pretende ser un análisis exhaustivo y concluyente sobre el tema. Plantea que se trata de un asunto importante a tener en cuenta por los hacedores de política económica y tendría especial relevancia frente a la presentación de futuros proyectos de reforma tributaria, como el que actualmente se discute. Se focaliza en el caso de las entidades bancarias colombianas, dejando abierta la posibilidad para que en posteriores trabajos se profundice en el resto de sectores económicos y cubra aspectos tributarios que no son analizados. Este artículo resume un trabajo más extenso desarrollado por el autor.³

Revisión de la literatura relacionada

De manera separada, la literatura es amplia en los conceptos que resultan clave para establecer la relación entre la estructura tributaria y el valor de las firmas. Estudios y planteamientos sobre principios de matemáticas financieras, el costo del capital o el retorno exigido por los inversionistas, los fundamentos del valor de las empresas y estudios de casos orientados a analizar operaciones de banca de inversión se encuentran al alcance de los interesados.⁴ No obstante, para la realización de este artículo no se encontró evidencia de estudios que traten de manera directa la relación entre la estructura tributaria y el valor de las firmas.

Principios elementales del valor

¿Qué determina el valor de una empresa? Independientemente de la naturaleza de la firma, sea estatal, mixta o privada, del sector real o de servicios, el valor de una compañía está en función de su capacidad de generación de caja y del retorno esperado de quien evalúa el valor de la misma. Así, hay una relación directa entre el valor y la capacidad de generación de caja del activo e inversa entre el valor y la tasa de descuento utilizada. De esta forma, en principio y de manera sencilla, el valor a precios de mercado se cuantifica mediante la estimación de un valor presente neto, así:

$$Valor_0 = \sum_{i=0}^n \frac{FC_i}{(1+g)^i}$$

¹ Socio director de Valfinanzas®. El autor agradece a los profesores Dairo Estrada, Arturo Galindo y Francisco Azuero por su oportuno y preciso apoyo.

² Un análisis detallado y profundo sobre la evolución del esquema tributario en Colombia fue desarrollado en agosto de 2002 por la Contraloría General de la República con el título “Reasignación de la carga tributaria en Colombia. Propuestas y alternativas”. Igualmente, Clavijo (1998), págs. 19–87, hace un análisis de la estructura tributaria, así como de las misiones, su orientación y efectos sobre la política fiscal.

³ La versión completa puede ser consultada en www.valfinanzas.com

⁴ Modigliani y Miller (1958) establecieron los principios sobre el comportamiento de los inversionistas, Lintner (1965), Mossin (1966), Sharpe (1964), Fama y French (1993; 1997) estudian la determinación del costo de capital, así como Herrera y Mora (1998) lo hacen en el contexto nacional. En relación con matemáticas financieras y valoración resalta el trabajo de Blank y Tarquin (1992), Serrano (2000; 2003) y Damodaran (1996). Igualmente, Copeland, Koller y Murria (1994), desde una perspectiva práctica, basados en su extensa experiencia en McKinsey & Company, Inc., han realizado publicaciones de relevancia para el desarrollo de actividades de banca de inversión.

(1)

donde,

FC = flujo de caja esperado
n = vida de la firma
i = período evaluado
g = tasa de descuento o retorno esperado

Ahora bien, aun cuando en la literatura de valoración hay referencia a la definición sobre el flujo de caja libre de la firma (FCLF) y del *equity* o patrimonio (FCLE), en el caso de la valoración a precios de mercado de entidades bancarias ésta se estima con base en el flujo de caja de los accionistas.

En particular en el caso colombiano resalta la normatividad del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, que establece parámetros y límites al portafolio de inversiones, en desarrollo del modelo bancario adoptado por el país luego de la crisis de mediados de los años ochenta en parte explicada en la discrecionalidad que tenían los bancos en Colombia para manejar el portafolio de activos de tal forma que no había límites para realizar operaciones de cartera con empresas subordinadas o incluso para hacer inversión directa en compañías⁵, establece una clara restricción para que las entidades de crédito tengan un portafolio de inversiones directas en firmas.⁶

Copelan *et al* (1994) propone que el fundamento de valoración de una entidad bancaria no sea el FCLF o el FCLE, sino el flujo de caja que efectivamente puede ser pagado a los accionistas luego de haber considerado las necesidades de capital requeridas para crecer. En la práctica este último concepto se refiere al cumplimiento de la relación de solvencia determinada como la relación mínima requerida entre el valor del patrimonio técnico y el valor de los activos ponderados por riesgo. Así, en el ejercicio de valoración de una entidad bancaria en Colombia, el flujo de caja con base en el cual se establece el valor corresponde al flujo de dividendos que efectivamente pueden ser pagados a los accionistas después de haberse realizado las reservas o capitalizaciones necesarias que garanticen una adecuada solvencia patrimonial futura.

El principio general sobre el cual se establece la formulación para este caso es que cuando un inversionista invierte en una acción, generalmente espera dos tipos de flujo de caja. Por un lado, el flujo derivado de los dividendos, y por el otro, el precio esperado al final del período cuando eventualmente vende su activo. Como el precio esperado de venta igualmente se determina con base en los flujos de dividendos esperados, entonces el valor de la acción corresponde al valor presente neto de los dividendos a perpetuidad, así:

$$VPA = \sum_{i=1}^n \frac{FD_i}{(1+r)^i} \quad (2)$$

donde,

VPA = valor por acción
i = período evaluado
n = tiende a infinito
FD = flujo esperado de dividendos por acción
r = retorno esperado o exigido por acción

De esta forma, el inversionista en una entidad bancaria establecerá el valor por acción que está dispuesto a pagar con base en la siguiente ecuación.

⁵ Como lo es el caso del sistema bancario alemán en el que el ahorro de la economía se canaliza a través del sistema bancario, el cual es a su vez el principal accionista de las empresas. Como referencia véase Trujillo (1995).

⁶ Con excepción de las corporaciones financieras que tienen la facultad para tener un portafolio de inversiones dentro de unos parámetros establecidos.

(3)

$$VP = \sum_{i=1}^n \frac{FD_i}{(1 + Ke)^i}$$

donde,

VP = valor a precios de mercado del patrimonio

i = período evaluado

n = vida de la firma o activo valorado

FD = flujo de dividendos

Ke = costo del *equity* o retorno exigido a la inversión

De otro lado, en la literatura sobre valoración y determinantes del precio de las acciones se encuentra constante referencia al modelo de crecimiento de Gordon (1992), que resulta ser una herramienta básica para aproximarse al valor a precios de mercado del patrimonio de las firmas, como método alternativo basado en la realización de proyecciones detalladas del flujo de caja elaboradas a partir de la ejecución de un *due diligence*.

Este modelo establece que el valor a precios de mercado de una firma puede ser calculado con base en los dividendos esperados en el siguiente período, la tasa de retorno esperada o exigida por el inversionista y la tasa de crecimiento esperada de los dividendos a perpetuidad, así:

$$VPA = \frac{D_{t+1}}{r - c} \quad (4)$$

donde,

VPA = valor por acción

D_{t+1} = (último dividendo por acción observado) * (1 + c)

r = retorno esperado o exigido por el inversionista

c = tasa de crecimiento de los dividendos a perpetuidad

La principal limitación del modelo de Gordon se refiere a que es aplicable a los casos en que hay estabilidad y sostenibilidad en la situación de la firma valorada. Por esta razón, al analizar el caso de los bancos en Colombia, la aplicación de este modelo requiere especial atención en la determinación de las variables utilizadas.

Ahora bien, en la cuantificación del retorno esperado o exigido por el inversionista para el caso colombiano y dadas las limitaciones propias del mercado de capitales doméstico, el costo de capital para una alternativa de inversión en Colombia puede ser determinado con base en el rendimiento esperado de alternativas de inversión en firmas o sectores con actividades similares que operan en mercados con mejor información sobre el comportamiento histórico de las firmas, el retorno de sus acciones y del mercado de capitales en general.

Con base en los fundamentos teóricos del costo de capital y dado el régimen cambiario vigente a partir de la Ley 9ª de 1991, un inversionista que tenga por delante una alternativa de inversión en Colombia en un sector determinado podrá establecer el retorno que le exigiría a la inversión en función del retorno que obtendría en un mercado con mayor y mejor información sobre alternativas de inversión similares. En particular, dada la importancia que tiene la relación comercial con Estados Unidos, esa economía muy seguramente sería el punto de referencia tenido en cuenta por el inversionista para evaluar la alternativa de inversión en Colombia. Así, si un inversionista posee liquidez en pesos y evalúa la posibilidad de invertir a través del mercado de capitales en una firma o industria similar en el mercado norteamericano, razonablemente establecería el retorno esperado de esa inversión siguiendo los fundamentos planteados en el modelo CAPM⁷, así:

$$Ke' = Rf + \beta(E(Rm) - Rf) + Rp + Td' \quad (5)$$

⁷ Capital Asset Pricing Model.

donde,

K_e' = costo del *equity* o capital en pesos

R_f = tasa libre de riesgo mercado norteamericano

β = beta de la industria o de empresas con similar actividad en mercado norteamericano

$E(R_m) - R_f$ = prima esperada de rendimiento del mercado norteamericano

R_p = prima de riesgo país

T_d' = tasa de devaluación esperada

Aspectos tributarios y cifras relevantes para el caso del sistema bancario colombiano

En la determinación del costo de capital o retorno que exigiría un inversionista al realizar una inversión en el sector bancario colombiano, al aplicar los valores más recientes de las variables incluidas en la ecuación (5), se puede estimar que en la actualidad una tasa de descuento razonable sería del orden de 13.7% real anual en pesos después de impuestos.⁸

Por su parte, en lo referente a la determinación del nivel de dividendos decretados por las entidades bancarias, dado que no todas cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, la información sobre la repartición de dividendos del sistema no es pública. Sin embargo, con base en la información de la Superintendencia Financiera de Colombia, el nivel total de utilidades después de impuestos en 2005 alcanzó la suma de \$2.9 billones, que al descontar una porción de 10% para reservas legales, generaría un disponible para repartir utilidades de \$2.66 billones. Por su parte, dado el comportamiento y tendencia de la cartera, para cubrir el crecimiento de 2006 podrían requerirse cerca de \$400.000 millones de patrimonio técnico adicional al aportado por la mayor reserva legal, de tal forma que a los \$2.66 billones habría que descontar esta suma, quedando disponibles para repartir como dividendos \$2.26 billones.

Por su parte, en materia tributaria hay dos aspectos que afectan principalmente el valor de los bancos. Por un lado, el hecho de que para efectos fiscales deban contabilizarse ajustes integrales por inflación, y por el otro, la determinación de los dividendos y las participaciones no gravadas de los mismos.⁹

Los ajustes integrales por inflación tienen un efecto negativo sobre las utilidades de las entidades bancarias, por cuanto el tamaño del activo no monetario es menos que proporcional que el tamaño del patrimonio. Mientras que el valor neto de propiedades y equipos, principal activo no monetario, ascendió a cerca de \$1.6 billones en 2005, el valor del patrimonio alcanzó \$13.6 billones. De esta forma, ante una inflación esperada de 4.5%, el efecto neto de la corrección monetaria implica un gasto fiscal del orden de \$540.000 millones, por lo que de mantenerse el nivel actual de impuesto de renta, el Tesoro Nacional percibiría anualmente cerca de \$208.000 millones menos de ingresos.

De esta manera, el efecto neto de la existencia de los ajustes por inflación para efectos tributarios es que tanto el Estado como los bancos resultan afectados negativamente. Por un lado, el primero recauda un menor monto de impuesto de renta, y por el otro, los segundos tienen una menor base para repartir dividendos, afectándose su valor a precios de mercado.

El segundo aspecto tributario que resulta importante evaluar se refiere a la determinación de los dividendos y las participaciones no gravados, contemplado en el Artículo 49 del Estatuto Tributario. Éste tiene como objetivo asegurar que en la legislación tributaria colombiana paga la firma o paga el accionista, de tal forma que si por razones de la conciliación entre la renta fiscal y la renta contable de la firma, la tasa de impuesto a la renta implícita, medida como la proporción de impuestos pagados sobre las utilidades netas después de impuestos, es menor a la tasa de impuesto a la renta, es probable que a los dividendos decretados se les aplique una retención

⁸ Se sugiere revisar la versión extensa de este artículo para ver los estimativos detallados.

⁹ No obstante, aspectos como el anticipo de impuesto de renta a través de la retención en la fuente, la no deducibilidad de impuestos como el 4x1000, la programación de pagos del impuesto de renta a grandes contribuyentes, el impuesto de remesas, entre otros, son aspectos del Estatuto Tributario que también podrían ser evaluados en otros trabajos que profundicen en el planteamiento del autor en este documento.

adicional, y por lo tanto efectivamente los accionistas reciban menos caja. Naturalmente, esto impacta negativamente el valor a precios de mercado de las acciones.

En el caso de los bancos, de los \$2.26 billones disponibles para repartir a los accionistas, cerca de \$362.000 millones corresponden a la porción no gravada según la fórmula establecida en el Artículo 49, por lo que en caso de repartirse la totalidad de esta suma sería necesaria una retención adicional del orden de \$139.000 millones. En este caso, los accionistas del sistema bancario no recibirían los \$2.26 billones que podrían haber sido decretados y la caja efectivamente recibida se reduce a \$2.12 billones, o sea el 72% de la utilidad del ejercicio.

Simulación de efectos de la estructura tributaria en el valor de los bancos

Aplicando el modelo de crecimiento de Gordon y con base en la información financiera pública disponible, se procedió a estimar el efecto sobre el valor a precios de mercado del sistema de bancos colombiano, calculado para distintos niveles de repartición de las utilidades previa deducción, por un lado de la correspondiente reserva legal, y por el otro, del nivel de patrimonio técnico adicional necesario para apalancar el crecimiento esperado de la cartera de crédito, que como se mencionó anteriormente se calcula en \$4000.000 millones.

El rango de valor a precios de mercado del sistema bancario dependerá del nivel de dividendos decretado como porcentaje de la utilidad después de reservas susceptible a repartición, así:

	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
Con Art. 49	18.286	19.692	21.099	22.505	23.807	24.672	25.537	26.402
Sin Art. 49	18.286	19.692	21.099	22.505	23.912	25.318	26.725	28.132

Fuente: cálculos del autor; cifras en \$billones de diciembre de 2005.

De esta forma, para niveles de repartición de dividendos superiores a 85%, por la existencia del Artículo 49 se presenta un efecto negativo sobre el valor de los bancos, el cual alcanza a reducirse en el valor máximo en más de \$1.7 billones cuando se considera la repartición de dividendos al 100% de la utilidad susceptible de repartición. Esta cifra contrasta con el hecho de que por su parte el Estado podría recaudar, en el mejor de los casos y de manera marginal, hasta \$139.000 millones.

En este último caso, el valor de \$26.4 billones equivale a un múltiplo sobre patrimonio de 1.93 veces y en caso de abstraerse el efecto del Artículo 49, los \$28.1 billones equivalen a 2.06 veces el patrimonio del sistema a diciembre de 2005. Estos valores son relativamente equivalentes al precio sobre patrimonio observado en las transacciones de bancos en los últimos dos años en Colombia, incluido el control de las firmas, el cual ha sido cercano a 2.4 veces. Por su parte, comparado con las utilidades, el múltiplo sería 8.92 y 9.5 veces respectivamente, cifras que contrastan con el valor de 15 veces pagado en promedio en las transacciones recientes.

Consideraciones de política fiscal y tributaria

Dado que hasta ahora se han expuesto de manera aislada los dos efectos tributarios analizados y con el ánimo de contribuir a la reflexión de la política económica y, en particular, a establecer un puente conceptual entre el valor de las firmas, en este caso el valor de los bancos en Colombia, y la política fiscal que determina la política tributaria, vale la pena preguntarse qué pasaría si de manera simultánea se eliminan, para efectos tributarios, los ajustes integrales por inflación a los bancos y la cuantificación de la porción no gravada de los dividendos a estas entidades, esto es la aplicación del Artículo 49.¹⁰

Como se expuso, la existencia de ambas normas tiene un impacto negativo sobre el valor de los bancos. Por un lado, suponer la eliminación de los ajustes por inflación aumenta la renta líquida de los bancos y por lo tanto beneficiaría al Tesoro Nacional porque, *ceteris paribus*, podría recibir de forma adicional cerca de \$208.000 millones al año.

¹⁰ Los ajustes por inflación a las entidades de crédito ya fueron eliminados para efectos contables por parte de la entonces Superintendencia Bancaria, pero persisten para efectos tributarios.

Por otro lado, sin considerar el efecto anterior, la eliminación del Artículo 49 generaría un impacto positivo sobre el valor de los bancos al pasar de un múltiplo de 1.93 a 2.06 veces patrimonio, o lo que es lo mismo, aumentaría en \$1.7 billones que equivale al 12.6% del patrimonio de diciembre de 2005. Por el lado fiscal, en caso de que la repartición de dividendos se haga en la máxima proporción estimada, dejaría de recibir, *ceteris paribus*, cerca de \$139.000 millones al año. No obstante, a diferencia del caso de los ajustes integrales por inflación en el cual si se eliminan efectivamente habrá un mayor recaudo, no hay evidencia pública de que el Estado en la realidad reciba estos \$139.000 precisamente porque para los accionistas, y en particular para los administradores, resulta más práctico no sobrepasar el borde de los dividendos que ya han sido gravados. Por esta razón no necesariamente al eliminarse la aplicación del Artículo 49 el Estado deja de recibir estos ingresos. No obstante, combinadamente, el efecto positivo de la eliminación del Artículo 49 se anula y pesa más el impacto que tiene el mayor pago de impuesto de renta. Sin embargo, dada la coyuntura de crecimiento de la economía y del crédito bancario, resulta razonable pensar en un escenario en que tanto el Tesoro Nacional como los bancos mejoran su posición a partir de la reconsideración de estas normas del Estatuto Tributario. No sucedería así en el caso de que se entre nuevamente en una fase de recesión y deterioro de la calidad del crédito.

Conclusión

La discusión de la reforma tributaria que cursa en el Congreso es una extraordinaria oportunidad para que los hacedores de política económica reflexionen sobre las implicaciones que tiene la orientación fiscal sobre el valor de las empresas. En tal sentido, resulta oportuno tener en cuenta la estrecha relación que existe en una economía de mercado entre el optimismo de los empresarios generado por la percepción de mayor valor o riqueza y su disposición para invertir en nuevos proyectos productivos. El impacto de la reforma tributaria sobre esta percepción de valor puede ser determinante del ritmo de crecimiento de los próximos años.

En particular, en el caso del sistema bancario, con la eliminación simultánea de los ajustes por inflación para efectos tributarios y de la aplicación del Artículo 49 del Estatuto Tributario, se podría llegar a un escenario en donde tanto el Estado como el sector resulten ganadores. Por un lado, el Estado podría aumentar el recaudo de impuesto de renta toda vez que la base gravable sería mayor en caso de desaparecer los ajustes por inflación, pero simultáneamente, por la no aplicación del Artículo 49 el valor a precios de mercado de los bancos aumentaría por cuanto podría incrementarse el flujo de caja que efectivamente podría pagarse como dividendos a los accionistas.

Este caso específico demuestra que una mayor atención e investigación sobre las consecuencias en el valor de las firmas derivadas de la orientación tributaria podría llevar a identificar escenarios que permitan generar espirales virtuosas en que el mayor nivel de inversión va de la mano con un mayor valor del aparato productivo y una mayor recaudación para el tesoro. Esto permitiría a los hacedores de política retomar el camino perdido en el cual las reformas tributarias han sido tradicionalmente determinadas en buena cuenta por las necesidades y restricciones estructurales de la situación fiscal, pero nunca por haber considerado su impacto en el valor de las firmas.

Referencias

- Blank, L. y Tarquin A., (1992), *Ingeniería Económica*, tercera edición, Mc Graw Hill.
- Clavijo, S., (1998), *Política fiscal y Estado en Colombia*, Bogotá, Banco de la República, Universidad de los Andes, Facultad de Economía, Ediciones Uniandes.
- Copeland T., Koller T. y Murrin J., (1994), *Valuation Measuring and Managing Value of Companies*, Wiley.
- Damodaran, A., (1996), *Investment Valuation*, Wiley.
- Fama, E, y French K., (1997), "Industry Costs of Equity", *Journal of Financial Economics*, 43, págs. 153-193.
- Gordon, A. y Sharpe W., (1992), *Fundamental of Investments*, Prentice Hall.
- Herrera, S. y Mora H., (1998), "El costo de capital en las empresas colombianas y el efecto de la tributación", Superintendencia de Valores de Colombia.

Modigliani, F. y Miller M., (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48, págs. 261-297, junio.

Mossin, J., (1966), “Equilibrium in a Capital Market”, *Econometrica*, octubre.

Serrano, J. (2003), *Matemáticas financieras y evaluación de proyectos*, Bogotá, Alfaomega, Ediciones Uniandes, Facultad de Administración, págs 329-346.

_____, (2000), “Consideraciones críticas en valoración de empresas”, *Gerencia financiera, experiencias y oportunidades de la banca de inversión*, Jorge Hernán Cárdenas y María Lorena Gutiérrez Editores, Tercer Mundo Editores y Ediciones Uniandes, Facultad de Administración.

Sharpe, W., (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium,”, *Journal of Finance*, septiembre.

Trujillo, J.P., (1995), “El mercado de capitales: un enfoque funcional”, Mimeo, *Misión de estudios del mercado de capitales*, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial, Fedesarrollo.