

Dapena, José Pablo

Working Paper

Ensayo sobre el efecto de los regímenes impositivos en las finanzas de la empresa en Argentina

Serie Documentos de Trabajo, No. 557

Provided in Cooperation with:

University of CEMA, Buenos Aires

Suggested Citation: Dapena, José Pablo (2014) : Ensayo sobre el efecto de los regímenes impositivos en las finanzas de la empresa en Argentina, Serie Documentos de Trabajo, No. 557, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/130807>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Finanzas y Negocios

**ENSAYO SOBRE EL EFECTO DE LOS
REGÍMENES IMPOSITIVOS EN LAS FINANZAS
DE LA EMPRESA EN ARGENTINA**

José Pablo Dapena

**Diciembre 2014
Nro. 557**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**

ENSAYO SOBRE EL EFECTO DE LOS REGÍMENES IMPOSITIVOS EN LAS FINANZAS DE LA EMPRESA EN ARGENTINA

José Pablo Dapena*
UNIVERSIDAD DEL CEMA
2014

Resumen

En términos financieros una firma arbitra flujos de fondos en su origen y aplicación, con el objetivo que la renta de la aplicación le permita repagar en exceso los costos financieros que esperan obtener en contraprestación los proveedores de capital.

Los impuestos en Argentina afectan a la firma no solo por su significativo efecto en el estado de resultados de las mismas, sino también a nivel financiero. Esto sucede debido a que la regulación impositiva lleva a que la firma en algunos casos deba distraer recursos operativos de su actividad hacia gestionar los regímenes de retención, percepción y pagos a cuenta sin recibir beneficios; por otro lado los créditos fiscales implican adelantos de dinero al Estado sin una contraprestación específica. Todo esto sucede en un contexto de mercados de capitales y de créditos poco desarrollados y poco profundos, donde la absorción de fondos para adelantar el pago de impuestos incrementa las necesidades de financiamiento con poca variedad de proveedores de capital, y afecta de manera negativa la rentabilidad de los proyectos de inversión

Finalmente, en situaciones de restricciones de acceso al crédito, la acumulación de deudas impositivas por el uso de esta fuente de financiamiento genera distorsiones en los procesos de asignación de recursos para inversiones, dando lugar a lo que se conoce en la literatura como “*debt overhang*”, y afecta los incentivos a mantener el capital intangible, las fuentes de trabajo y el crecimiento.

JEL: N2, O1, G00.

Palabras claves: Flujo de efectivo, origen y aplicación de fondos, efecto financiero, impuestos, créditos fiscales, debt overhang.

* Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA. Todos los errores son de mi responsabilidad.

I. Introducción

El objeto de negocios de una firma desde un enfoque financiero proviene del arbitraje entre orígenes y aplicaciones de fondos explotando una oportunidad de negocios.

Este arbitraje de flujo de fondos provoca que en su origen los mismos tengan un costo financiero, y en su aplicación proporcionen una rentabilidad. La ganancia del arbitraje, de manera similar a quien se dedica a los activos financieros, se origina en el mediano plazo de la diferencia entre la rentabilidad y el costo financiero (*spread*).

Los impuestos afectan a la firma no solo por su efecto en el estado de resultados, sino también a nivel financiero, como origen y aplicación de fondos. El objetivo del presente trabajo apunta por un lado a reflejar la alta incidencia de la presión impositiva en la generación de recursos por parte de la firma, que posee un efecto económico de absorción de recursos, pero que no solo se limitaría a esta apropiabilidad, sino que a través de los sistemas de pagos afectan la capacidad de la firma de generar fondos y de financiarse, además de trasladar parte de la responsabilidad operativa de recaudación desde el Estado a las empresas con el impacto que esto conlleva en términos de costos.

Todo esto acontece en un contexto de mercados de capitales y de créditos poco profundos, donde la firma no puede proveerse de capital o financiamiento conforme podría ser supuesto, generando asimetrías entre el origen de fondos (financiamiento) y su aplicación a activos que no generan renta (créditos fiscales), y dando lugar en casos extremos a efectos negativos de la acumulación de deuda, que pueden afectar las posibilidades de desarrollo y crecimiento de la firma en el largo plazo, y por ende su capacidad futura de pagar impuestos y crear empleo.

II. Enfoque financiero de la firma

El objeto de negocios económico financiero de una firma requiere de la inmovilización de recursos (aplicación) con el objeto de explotar una oportunidad y obtener rentas. Esta inmovilización de recursos se materializa en una necesidad de capital o inversión en la forma de activos líquidos e ilíquidos que son asignados a un proceso productivo.

$$\text{Recursos inmovilizados (RI)} = \text{Activos (A)} \quad [1]$$

a. Inmovilización de recursos y su financiamiento

Dichos activos necesitan ser financiados, y pueden serlo a través de contratos de deuda (Pasivos = P), o contratos de participación en el capital (aportes de los accionistas y/o reinversión de utilidades (Patrimonio Neto = PN) que representan un origen de fondos.

$$A = P + PN \quad [2]$$

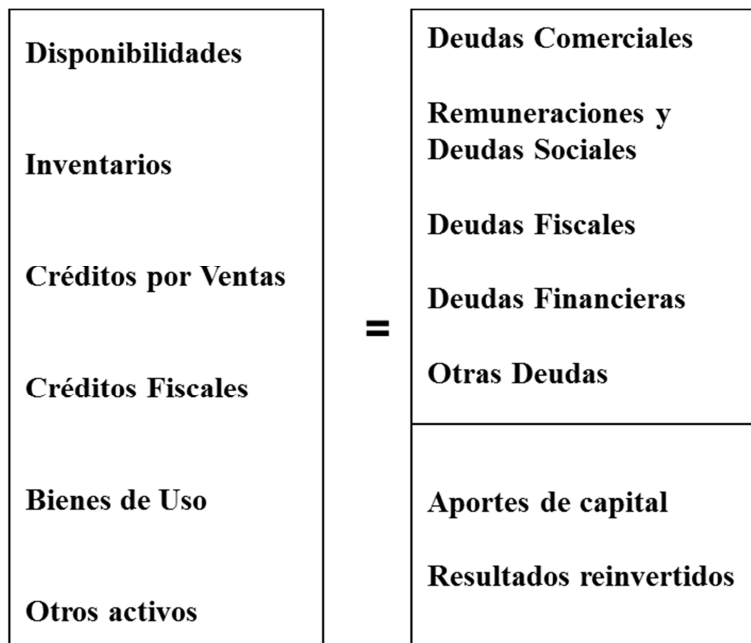
Gráfico 1 – La hoja de balance



Los activos representan una aplicación o absorción de fondos en la firma, y los pasivos (incluyendo el patrimonio neto) representan el origen de los fondos.

Entrando un poco más en detalle, los activos y pasivos en general quedan expresado por estas cuentas agrupadoras.

Gráfico 2 – Detalle de balance



Que muestran más en detalle e identifican quienes son los proveedores de capital a través del financiamiento, y donde se inmovilizan los fondos.

b. Orígenes y aplicaciones de fondos

i. Los resultados de la firma como origen de fondos

Los resultados de la firma hacia los accionistas reflejan una fuente genuina de obtención u origen de fondos. El siguiente gráfico resume el resultado neto entre orígenes (ingresos) y costos y gastos (absorción o aplicaciones).

Tabla 1

Ventas o Ingresos operativos	Origen de fondos
Gastos y costos	Absorción de fondos
Impuestos	Absorción de fondos (origen si son reintegros)
= Renta operativa	
Resultados financieros y por tenencia	Origen y/o absorción de fondos
Otros ingresos y gastos	Origen y/o absorción de fondos
= Ganancia imponible	
Impuestos a las ganancias	Absorción de fondos
= Renta hacia los accionistas	Por residual origen de fondos

Observamos que el resultado hacia los accionistas representa un origen de fondos (cuando el mismo es positivo) que surge de la diferencia entre las ventas y los gastos y costos necesarios para operar, neto de impuestos e intereses financieros.

ii. El flujo de efectivo

El hecho que una firma genera ingresos por ventas no necesariamente indica que esas ventas hayan sido cobradas, ya que puede venderse a plazo. En ese caso, no obstante pueden haber una ganancia en términos de la Tabla 1, la misma no se encuentra materializada en disponibilidades o efectivo (y por ende en la posibilidad de repartir dividendos o reinvertirla), sino que eventualmente se encuentra inmovilizada y pendiente de cobro en Créditos por Ventas. De similar manera puede suceder con los gastos, ya que hay conceptos no erogables (tales como las amortizaciones y depreciaciones de bienes de uso e intangibles) que no representan una salida efectiva de dinero, o gastos que se pagan a plazo.

Desde mi punto de vista con un enfoque financiero, la principal y casi única utilidad del Estado de Resultados proviene que exhibe cuanto se debe pagar por impuesto a las ganancias¹, y cuánto dinero tienen derecho a llevarse los socios en caso que la firma

¹ Aún en el caso que la firma tenga ganancias, las mismas pueden ser nominales y no reales, y por ende el cálculo del impuesto a las ganancias grava no solo ganancias del período en curso, sino que grava ganancias de períodos anteriores acumuladas en el patrimonio neto, aspecto que ya ha sido tratado en Dapena (2014).

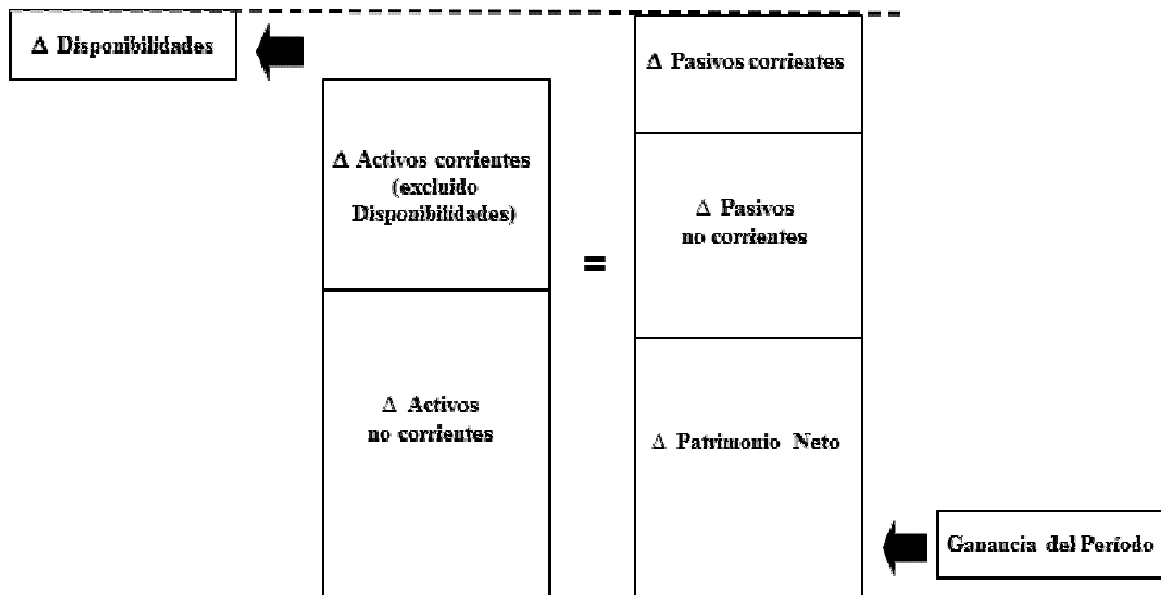
reparta dividendos. Por ello, desde las finanzas es más relevante el Estado de Flujo de Efectivo, que muestra los orígenes de fondos, y donde se han aplicado los mismos.

Siguiendo el gráfico 1 y 2, observamos que el lado derecho indica los orígenes de los fondos o recursos (deudas y patrimonio de los accionistas más resultados reinvertidos), y el lado izquierdo su aplicación (inmovilización de recursos o fondos en activos con diferentes grados de liquidez para hacer frente a las necesidades del negocio).

Por dicho motivo, toda aplicación de fondos debe tener su correlato en un origen de fondos, siguiendo el principio de partida doble. En ese sentido, incrementar el activo significa absorber fondos, que deben originarse en la disminución de otros activos, en aportes de socios o ganancias reinvertidas, en el incremento de pasivos (endeudamiento) o de una combinación de estos elementos. De similar manera, la cancelación de una deuda debe significar su sustitución por otra deuda o por patrimonio de los accionistas, o por una disminución similar en el activo (en este caso al ser una disminución se invierten los roles; la disminución del activo o el incremento de otro pasivo del patrimonio neto actúa como un origen de fondos, y la disminución del pasivo como una aplicación de los mismos, de manera de sostener el principio de partida doble u orígenes y aplicaciones de fondos.

Esta información surge del flujo de efectivo, originalmente de origen y aplicación de fondos o de variación del capital corriente. El mismo nos indica durante un período las fuentes u orígenes de los fondos, y su aplicación o destino, debiendo ser el mismo consistente con la posición o variación de la caja y sus equivalentes.

Gráfico 3 – Orígenes y aplicaciones de fondos o flujo de efectivo



El gráfico 3 ayuda a entender la razón por la cual muchas veces la ganancias de una firma de un período no se encuentra reflejada en el efectivo con que cuenta la firma. Resumiendo, esto puede suceder porque se cancelaron pasivos, o porque se incrementaron activos (excluyendo disponibilidades).

Interpretando el gráfico, todo incremento del activo, disminución del pasivo o del patrimonio neto es una aplicación de fondos, y toda disminución del activo, incremento del pasivo o del patrimonio neto es un origen de fondos. En el total, las aplicaciones de fondos deben cerrar o cuadrar con los orígenes de fondos, y en el caso del Estado de Flujo de Efectivo, la diferencia entre orígenes y aplicaciones debe cerrar con la diferencia de la cuenta de disponibilidades (efectivo y equivalente).

Mientras que el Estado de Resultados permite evaluar los incrementos patrimoniales y el derecho de los accionistas a llevarse dividendos, el Estado de Flujo de Efectivo le permite saber a los accionistas **DONDE** se encuentra el dinero ganado, lo que representa un aspecto no menor que trataremos más adelante.

iii. Costo financiero del capital

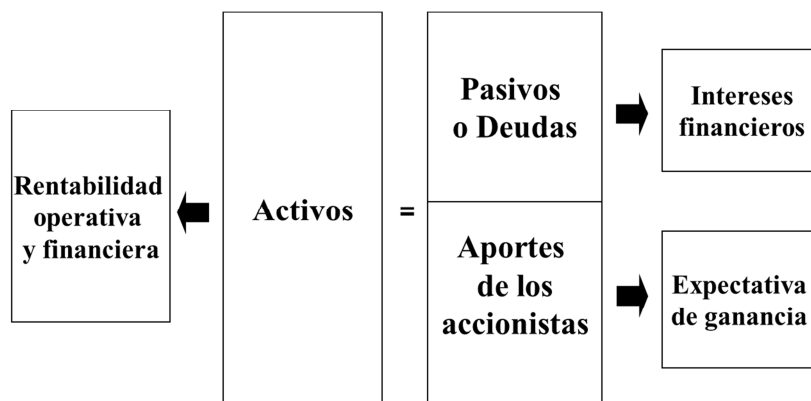
La firma posee dos maneras de generar fondos, una viene dada por los ingresos por ventas (que neta de los gastos operativos, impuestos e intereses financieros da lugar a las ganancias hacia el accionista) y otra por los ingresos provenientes de emisiones de deuda o de aportes de participación en el capital por parte de proveedores del mismo.

El hecho que la firma acceda a proveedores de capital proviene de la necesidad de contar con fondos por adelantado a la posible obtención de ingresos genuinos por la operatoria de la firma. Los proveedores de capital pueden ser varios, entre ellos los bancos, los proveedores, el fisco, los empleados con su sueldo, los accionistas. Todos ellos pueden proveerle del capital necesario a la firma como origen de fondos, para permitirle financiar la aplicación a la inmovilización de activos o el sostenimiento de déficits de caja operativos iniciales o circunstanciales.

Los proveedores de capital le proveen del mismo a la firma, como ya hemos visto, en la forma de contratos de deuda o de participación en el capital. Por lo general los proveedores de capital reciben en la gran mayoría de los casos intereses financieros mensuales por “alquilarle” los fondos a la firma. Los accionistas esperan obtener una ganancia acorde con el riesgo que entienden están siendo expuesto.

El costo financiero de la inmovilización de capital puede entenderse a partir del siguiente gráfico.

Gráfico 4 – Costo financiero del capital inmovilizado



En el gráfico observamos que el costo financiero que significa inmovilizar capital proviene de los intereses (implícitos o explícitos) en el caso de los pasivos o deudas, y de la expectativa de ganancia en el caso de los accionistas. Ponderando ambos por su participación en el total, obtenemos una tasa promedio de costo de capital, usualmente denominada *wacc*, que representa la mínima rentabilidad que debe obtener una firma sobre sus activos inmovilizados para pagar de manera apropiada a los proveedores de capital.

Como en todo proceso, la firma obtiene ganancias si la renta que obtiene por el capital inmovilizado (lado izquierdo en el Gráfico 4) supera el costo financiero del mismo hacia los proveedores de capital (lado derecho del Gráfico 4). En términos técnicos, si la rentabilidad sobre la inversión es mayor que el costo promedio ponderado de financiar esa inversión. De darse de esta manera, se dice que la firma está creando valor.

En este esquema simple descripto, el rol del *management* es el de maximizar los márgenes de ganancias entre ingresos y gastos operativos, y minimizar la inmovilización de recursos por inversiones para disminuir la necesidad de financiamiento, haciendo más eficiente el proceso productivo. Por otro lado el rol del gerente financiero es asegurar el financiamiento de las operaciones e identificar los proveedores de capital y su costo asociado.

c. Contexto de mercados de capitales y acceso al crédito

Ya hemos desarrollado que el proceso de obtención de ganancias se asienta sobre el arbitraje entre los orígenes de fondos (con su costo financiero asociado) y sus aplicaciones (con la rentabilidad que de los mismos surge). Los acreedores y los accionistas funcionan como proveedores de capital.

La adecuada gestión financiera se asienta en gran medida en el contexto de mercado financiero y de capitales donde opera la firma, es decir el acceso a los proveedores de capital. De la misma manera que un fabricante de automóviles debe contar con proveedores de chapa, todas las empresas deben contar con proveedores de capital.

El contexto de economías desarrolladas, el mercado de capitales es más eficiente y las empresas pueden acceder al capital necesario. Un mercado financiero desarrollado permite que los proyectos de inversión rentables sean llevados adelante, y permite un acceso fluido al crédito u orígenes de fondos y la sustitución de un origen de fondos por otro a, adecuado precio (tasa de interés).

Sin embargo, en contexto de economías menos desarrolladas, este insumo esencial puede no encontrarse con disponibilidad, lo que se conoce como procesos de restricciones de acceso al crédito y racionamiento del mismo. Dadas esas circunstancias, el acceso a los proveedores de capital pasa a ser una variable clave en el desarrollo de la firma

Existen varios estudios e investigaciones que permiten analizar el grado de interacción que existe entre el desarrollo del mercado financiero y de capitales y el crecimiento de una economía. Entre los trabajos más relevantes encontramos a Levine (1997), Miller (1998), y Rajan y Zingales (1998), que en general proponen y encuentran evidencia de

una relación positiva entre el grado de desarrollo del sistema de intermediación financiera y el crecimiento de la economía; uno de los trabajos pioneros en este tipo de medición es el de Levine y Zervos (1998), del que surge entre otros, dos aspectos interesantes, por un lado la significancia estadística de la intermediación financiera al explicar el desarrollo, y por el otro la evidencia estadística que tanto el sistema de bancos como el mercado de capitales son significativos individualmente al explicar desarrollo, hecho del que los autores interpretan que ambos cumplen funciones diferentes dentro de la economía. Rajan y Zingales (1998) elaboran una metodología ingeniosa para medir el desarrollo del sistema de intermediación financiera, haciendo distinción para las empresas entre mercado interno de capitales y mercado externo de capitales. De manera más reciente en el tiempo, Levine et.al. (2000) continúan elaborando sobre causas de desarrollo financiero e impacto en crecimiento.

En general todos los estudios coinciden en que restricciones de desarrollo de mercado financiero y procesos de racionamiento de crédito afectan de manera negativa el crecimiento económico de una economía.

Como evidencia del grado de utilización de los diferentes instrumentos de financiamiento en Argentina, pueden aportarse los siguientes datos²:

- Bebczuk (2000) encuentra que el financiamiento promedio en países desarrollados de empresas no financieras descansa 18.9% en instrumentos de deuda, 9.9% en emisión de acciones, y 71.1% en reinversión de ganancias. Asimismo, en América Latina, el 80.6% del financiamiento proviene de la reinversión de ganancias (con 79% en el caso de Argentina), mientras que sólo 7.4% (6.9% para Argentina) surge del crédito de bancos. Esto muestra el bajo grado de uso del mercado de crédito y capitales, ya que el financiamiento se asienta en la provisión interna de capital por parte de la firma.
- Un relevamiento en su momento de la Fundación de Investigaciones Económicas latinoamericanas (FIEL, 1996), indica que el crédito externo es casi inexistente para las PYME; y menciona que los encuestados contestan en un 70% que la reinversión de utilidades es su principal fuente de financiamiento, mientras que el aporte de los propios socios representa 12,5% en casos PyMEs y 7,3% en los de grandes empresas.
- Un relevamiento efectuado por la Cámara Argentina de Comercio revela que el 45% de los comerciantes no tiene relación con los bancos; en tanto, del porcentaje restante, el 35% mantiene solamente una relación transaccional. Asimismo, el estudio expone que para el 69% del sector la principal fuente de financiamiento es la reinversión de utilidades, mientras que para un 30% los proveedores representan una fuente relevante de financiamiento.
- Por su parte, un relevamiento de la Unión Industrial Argentina llevado a cabo durante 2003 muestra que en la estructura de financiamiento de las empresas relevadas el capital propio (el inicial sumado a la reinversión de utilidades) representaba a 2001 el 59.5% del financiamiento total (respecto de un 55.6% en 1994), mientras que el ítem “otras deudas” (“proveedores” incluidos) representaba en 2001 un 33.4% del

² Extraído de Dapena (2009)

financiamiento total (contra un 27.1% en 1994), al tanto de que finalmente un 7.1% estaba financiado con bancos (contra un 17.3% en 1994).

La evidencia relevada nos demuestra que la reinversión de ganancias representa una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas PyME en Argentina, lo cual es perfectamente lógico con procesos de restricciones de acceso al mercado de crédito y de capitales.

En dicho contexto, los efectos financieros de los impuestos pueden exceder el efecto únicamente una absorción de fondos dentro de la cuenta de resultados para generar distorsiones adicionales en los orígenes y aplicaciones de fondos.

III. Efecto de los regímenes impositivos en la firma

Los sistemas impositivos en Argentina poseen un rol relevante dentro de la economía y las finanzas de la firma desde dos dimensiones:

- por un lado como una cuenta negativa en el Estado de Resultados (absorción de fondos), lo que significa que de los ingresos de la firma, una parte debe ser destinada a cumplir con la legislación impositiva, reduciendo la ganancia hacia los accionistas;
- por otro lado juega el efecto financiero de la regulación impositiva a través de las aplicaciones de fondos (créditos fiscales) y orígenes (deuda fiscal), que refleja que el efecto financiero de la regulación impositiva no es trivial, y menos en contexto de restricciones de acceso a los mercados financieros.

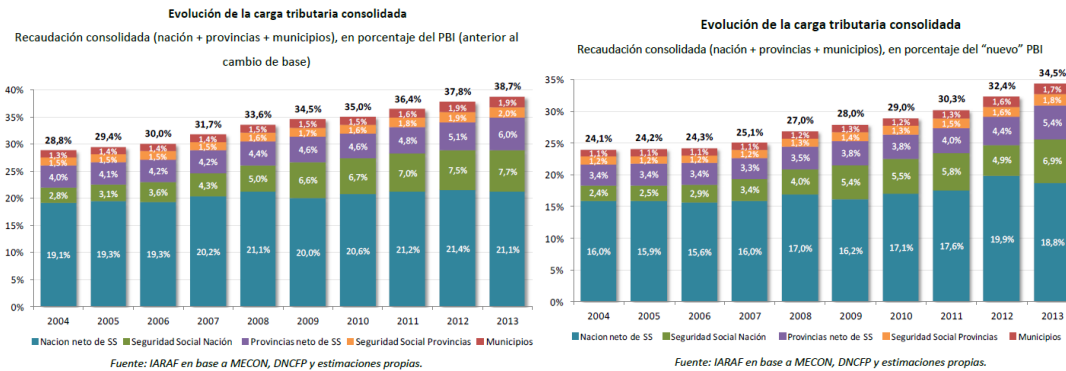
a. Presión tributaria

En un estudio realizado por el IARAF³ se expone evidencia de la alta presión tributaria en Argentina, y su evolución histórica durante los últimos años, lo que representa una evidencia del nivel significativo de recursos que se absorbe de la firma por este motivo.

Los siguientes cuadros expuestos en dicho estudio muestran como ha crecido la presión tributaria en sus diferentes niveles (nacional, provincial y municipal), donde dependiendo de la medición del PBI, se ha incrementado en diez años entre un 34% y un 43% en términos reales.

³ El alto peso de los impuestos en Argentina, de N. Argañaraz et. al., Informe Económico N° 291. Del 12 de Noviembre de 2014

Gráfico 4

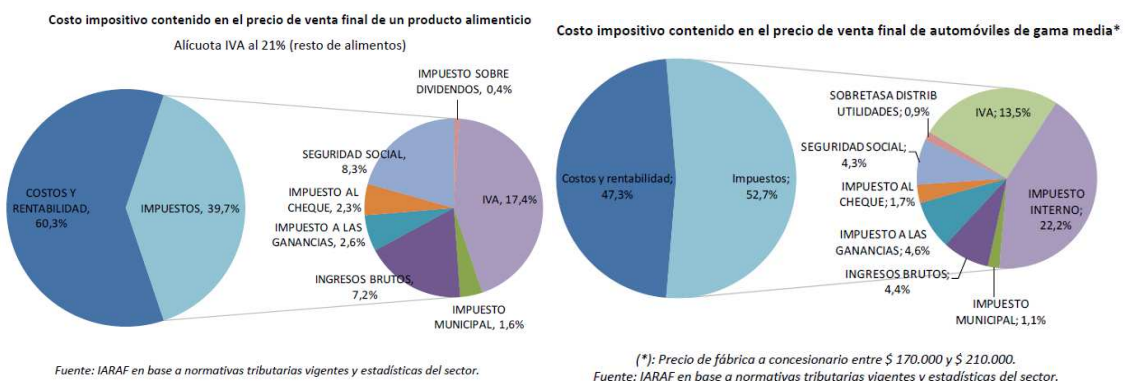


De cuadro vemos que la presión tributaria provincial y municipal representan los ítems que se han incrementado de manera más significativa en los últimos diez años.

Las cifras ponen en evidencia la alta incidencia de la presión impositiva en la producción de bienes y servicios. Un punto adicional es que la presión impositiva se refiere a quienes efectivamente pagan impuestos, por lo que si consideramos que hay un sector que no paga impuestos (economía informal) y otro que lo paga (economía formal) la presión efectiva en la economía formal es mucho más alta ya que el total considera el promedio.

Asimismo, en el mismo estudio se hace un estudio de desglose de la incidencia de los diferentes impuestos en el precio final de venta de un producto. Los siguientes cuadros muestra por ejemplo la incidencia para un producto alimenticio y para un automóvil, que oscila entre el 39,7% y el 52,7% del precio final.

Gráfico 5



El estudio muestra también la incidencia para otros productos tales como bebidas (44,08%), vivienda residencial (31,3%), construcción no residencial (37,4%), Hoteles (40,1%), Restaurants (38%) y servicios bancarios (40,1).

Estos resultados pueden interpretarse de la siguiente manera, en el Estado de resultados de una firma que vende alimentos, de un total de \$ 100 de ventas, casi \$ 40 van a parar

al Estado en sus diferentes niveles, mientras que el resto se destina a cubrir costos y gastos y la rentabilidad (en términos de la Tabla 1).

Cada punto que sube la presión impositiva, es un punto menos de rentabilidad si consideramos que los precios de mercado no lo fija la empresa sino la interacción entre oferta y demanda, como ya hemos visto en el caso⁴.

El Estudio permite poner en evidencia como afecta la rentabilidad sobre el capital la presión impositiva, considerando que afecta los incentivos a invertir y obtener una renta acorde con el tipo de riesgo que se corre.

b. Efectos financieros de la regulación impositiva

La presión tributaria distrae recursos de la firma, y afecta la rentabilidad de los negocios y por ende los incentivos a la inversión, entendiéndose que el principal incentivo es la posibilidad de generar ganancias respecto del capital invertido o inmovilizado. La excesiva presión tributaria, distrae excesivos recursos, que en el largo plazo pueden afectar las condiciones de crecimiento y de generación de empleo.

Sin embargo una alta presión impositiva no solo afecta desde el punto de vista económico a las firmas, sino que la manera en la cual es instrumentada esa regulación impositiva pueden afectar desde lo financiero también en los orígenes y aplicaciones de fondos, ampliando más la presión tributaria como consecuencia de un efecto accesorio no deseado.

El funcionamiento estándar de los impuestos sugiere que su devengamiento genera deudas con el fisco en sus diferentes niveles (nacional, provincial y municipal) al momento de la ocurrencia del hecho imponible. Producido el hecho imponible, se computa el impuesto sobre la base imponible, y en la contabilidad de la firma se imputa una pérdida (aplicación de fondos) contra un pasivo (origen de fondos) quedando pendiente su pago al vencimiento del mismo.

En términos del gráfico 2, se sustituye una cuenta de patrimonio neto de resultados por una de pasivo con el fisco (una absorción de fondos –el resultado negativo– es compensada con un origen de fondos –el reconocimiento de una deuda con el fisco–). Cuando se cancela la deuda, se reduce el pasivo o deuda con el fisco (aplicación de fondos) y se reduce un activo (por ejemplo la cuenta de bancos (origen de fondos). Estos movimientos contables son usuales y no debieran despertar mayor atención.

i. Créditos fiscales

Entre los problemas desde el punto de vista financiero que pueden surgir se identifica el descalce entre el pago del impuesto y el momento que el mismo se cobra, sobretodo en el caso de impuestos cuya base imponible son las ventas⁵ (como sucede con el impuesto al valor agregado y el de ingresos brutos).

⁴ La posibilidad de traslado al precio es presentada en Dapena y Volman (2014).

⁵ Hemos discutido la superposición impositiva del impuesto al valor agregado y a los ingresos brutos en Dapena y Volman (2014).

El descalce se produce por la existencia de la posibilidad de ventas a crédito, que son práctica habitual en la gestión de negocios. Tomemos por ejemplo las ventas a crédito y el pago del impuesto al valor agregado (IVA) e ingresos brutos. Las ventas a crédito implican que las mismas no se cobran de contado, existiendo un período entre el momento en el que se produce la venta y el momento en que se cobra. Sin embargo, tanto IVA como Ingresos Brutos, que se calculan sobre las ventas, se deben liquidar al finalizar cada mes y su pago procede dentro de cierto período del mes siguiente (IVA por la diferencia entre el débito y el crédito se debe ingresar alrededor del día 20 del mes siguiente).

Esto significa que las ventas a plazo mayores implican que la firma le debe adelantar fondos al Estado por el pago de impuestos, aún si haber cobrado las mismas, es decir que significa una aplicación o absorción de recursos por parte de la firma para lo cual necesita destinar parte de su patrimonio o endeudarse, o liquidar otro activo. Lo mismo sucede con el pago del impuesto a los ingresos brutos.

Todas estas situaciones absorben recursos por parte de la firma, que opera en un contexto como ya hemos descripto, de mercado de capitales o de créditos restringidos como el argentino.

De manera similar sucede con el crédito fiscal del IVA, cuando la empresa no lo puede descargar de manera inmediata y se acumula. En ese caso en el Estado de Situación Patrimonial se computa como un activo (un crédito ya que le adelanta dinero al Estado, es similar a “prestarle” dinero al Estado, como un Título Público pero sin el beneficio del interés) que no le produce renta y sujeto a pérdida de poder adquisitivo por exposición a la inflación ya que no tiene ajuste. Sin embargo cuando es la firma la que no paga el impuesto en término, el trato es asimétrico, ya que además de las multas que correspondan, debe computar un interés resarcitorio del 36% anual.

Otro tanto puede suceder con los reintegros de exportación por ejemplo. Un proyecto de negocios puede ser atractivo desde lo económico, en el sentido que las ventas repagan los costos y la rentabilidad sobre el capital invertido, Supongamos que por ejemplo parte de la ganancia proviene de la posibilidad de reintegros por exportación; el proyecto puede ser rentable y dar ganancia, sin embargo en la medida que ese crédito fiscal hacia el exportador no es liquidado en tiempo y forma, representa una aplicación de fondos en un activo monetario que no genera intereses a favor del acreedor que le permitan protegerlo o en todo caso penalicen la demora por parte del Estado, como si sucede con los intereses resarcitorios cuando es el contribuyente el que no ingresa en tiempo y forma el impuesto. En definitiva, la potencial ganancia económica se puede ver licuada por el efecto financiero y eventualmente inflacionario por el adelantamiento de fondos y su demora en devolución por parte del recaudador o apropiación por parte del contribuyente.

El siguiente ejemplo real del balance de una firma muestra lo que se quiere exponer:

Cuadro 1

	2013	2014
<u>ACTIVO</u>		
Caja y Bancos	235.235	177.897
Créditos Fiscales	3.842.866	5.608.131
Créditos Por Ventas	4.871.626	2.899.064
Otros Créditos	1.063.995	70.480
Inventarios	11.120.251	17.437.566
Total del Activo Corriente	21.133.973	26.193.138
Inversiones en Propiedades	12.703.381	12.777.564
Otros Créditos	0	
Bienes de Uso	8.452.311	11.650.666
Amortizacion Acumulada	-4.105.241	-5.934.458
Total del Activo no Corriente	17.050.451	18.493.772
TOTAL DEL ACTIVO	38.184.424	44.686.910

Del cuadro observamos que en 2013 los créditos fiscales (dinero adelantado al Fisco o pendiente de cobro) ascendía a ar\$ 3,8 millones, sobre un activo corriente de ar\$ 21,1 millones, lo que representa un 18% de aplicaciones de capital que podrían encontrarse financiando inventarios, máquinas, etc., y sobre el cual la firma no solo no recibe renta sino que además en caso de estar en pesos argentino, se encuentra expuesto al efecto de la inflación. En el año 2014, el monto se incrementa a ar\$ 5,6 millones sobre un total de ar\$ 26,2, para un porcentaje de 21%.

En definitiva, siguiendo el esquema del Gráfico 1 y considerando las restricciones de acceso a los mercados financieros ya descriptas, los montos que representan créditos fiscales se encuentran financiados principalmente con capital de los accionistas, con el inconveniente de escasez de variedades de acceso al financiamiento, y con el agravante que los créditos fiscales no generan rentabilidad y están sujetos a pérdida de poder adquisitivo por efectos de la inflación.

ii. Retenciones, percepciones y pagos a cuenta

La otra circunstancia que genera distorsiones desde lo financiero en una firma, aspectos que se ve agravado por la falta de desarrollo y profundidad de un mercado de crédito y de capitales viene dado por el sistema de retenciones, percepciones que generan pagos a cuenta de los impuestos.

Una retención significa que del pago que una empresa le deba hacer a un proveedor, le retiene una parte en concepto de pago a cuenta de impuestos, como un “anticipo” que hace el proveedor (que no tiene opción) al Estado a cuenta de un impuesto específico. Esta situación genera un activo o crédito para el proveedor (que le “adelanta” dinero al fisco y que inmoviliza en consecuencia ese dinero). Por otro lado la empresa que retiene ese pago a cuenta, posee una deuda con el Estado debiendo rendirlo.

Una percepción significa que en una transacción al momento de pagar, al que paga se le cobra un adicional, que actúa nuevamente como un pago a cuenta de un impuesto pre determinado, y que le genera al igual que en la situación anterior un crédito fiscal en la que se encuentra reflejado en el activo o dinero inmovilizado. Nuevamente, el que paga

le “adelanta” dinero al Fisco como pago a cuenta de un impuesto, y genera un crédito para quien paga y una deuda con el fisco para el vendedor.

En su esencia, el sistema de percepciones y retenciones se entiende busca evitar la evasión impositiva y aumentar la eficiencia recaudatoria. Sin embargo, los problemas al respecto son dos:

- por un lado transfiere parte de la responsabilidad recaudatoria y sus costos asociados del Fisco a las empresas.

- por el otro, el pago a cuenta implica un adelanto de dinero al Estado, que genera un derecho o crédito a su poseedor, una aplicación de fondos sin contraprestación que lo utilizará al momento de descargarlo del impuesto respectivo.

1. Costos operativos

En lo que respecta a la transferencia parcial de la tarea de recaudación, empresas y bancos pasan a actuar como agentes recaudadores del Estado, actividad que obviamente no es realizada a costo cero por parte de la firma. Existe un aspecto vinculado a eficiencia de asignación de recursos; la delegación parcial de la tarea de recaudación a través de un sistema de retenciones, percepciones y pagos a cuenta a otras entidades requiere de una asignación de recursos por parte de las mismas que no se encuentra directamente vinculado con su enfoque de negocios o propuesta de valor. Una automotriz se dedica a fabricar y vender automóviles, y el hecho de actuar como agente de retención y/o percepción le agrega una tarea que insume recursos y que no está directamente vinculada con su objeto de negocios. Es entendible que la vocación de eficiencia en la recaudación aproveche este tipo de circunstancias para hacer más efectiva la recaudación, sin embargo, las entidades no reciben nada a cambio como consecuencia de esa ayuda que le prestan al Estado⁶. Un sistema de incentivos debiera permitir que esa tarea sea reconocida y que permitiese algún beneficio.

2. Aspectos Financieros

En segundo lugar, el sistema de retenciones, percepciones y pagos a cuenta puede generar créditos fiscales para quienes son objeto de retención o percepción, aspecto que no debiera ser distorsivo, salvo cuando esos créditos fiscales no pueden transformarse en efectivo o ser liquidados de manera inmediata contra otros impuestos, o transferidos a terceros en un mercado. En este sentido, el ejemplo del Cuadro 1 es perfectamente aplicable.

Tomemos por ejemplo el caso de una empresa que realiza una operación de venta en una provincia, y que le es retenido un saldo por pago futuro de ingresos brutos. Ese dinero se encuentra inmovilizado en la forma de un activo monetario (asignación de fondos) que no genera renta y que no tiene protección contra la inflación, hasta tanto pueda ser utilizado o devuelto. Ese activo debe encontrarse financiado en una empresa por un pasivo que genera intereses, o por el patrimonio de los accionistas que esperan un rendimiento. En un mercado con acceso restringido al crédito y con inflación, ese dinero se encuentra inmovilizado de manera ineficiente, afectando la capacidad de la

⁶ Por ejemplo cuando la tarea es delegada en empresas como Pago Fácil o Rapipago, estas empresas cobran un porcentaje por la actividad recaudatoria.

firma de generar empleo, de aprovechar oportunidades de inversión y de generar más pago de otros impuestos (ganancias, iva, ingresos brutos, etc.) por el mayor crecimiento.

No obstante ya ha sido expuesto, se plantea nuevamente el hecho que dadas las restricciones de acceso a los mercados financieros ya descritas, los montos que representan créditos fiscales se encuentran financiados principalmente con capital de los accionistas, con el inconveniente de escasez de variedades de acceso al financiamiento y distraendo recursos de otras actividades, y con el agravante que los créditos fiscales no generan rentabilidad y están sujetos a pérdida de poder adquisitivo por efectos de la inflación.

c. El financiamiento a través del endeudamiento fiscal

En puntos anteriores hemos expresado que el funcionamiento estándar de los impuestos en la contabilidad de la firma implica la existencia de un hecho imponible, que da lugar al devengamiento de un impuesto (a nivel nacional, provincial y municipal) y que genera una deuda de la firma con el fisco (transforma parte del patrimonio neto en pasivo con el Estado). Esta deuda fiscal generada por la existencia de impuestos posee una fecha de vencimiento, dentro del cual debe ingresarse el pago. De no mediar el pago en término, la deuda acarrea el cálculo de intereses en sus diferentes manifestaciones.

En dicho sentido el recaudador puede asimilarse de manera indirecta a una “entidad de crédito”. No pagar los impuestos equivale a “endeudarse” con el fisco (de la misma manera en la que una empresa se puede endeudar con proveedores o con el Banco) de una manera asimétrica, ya que los créditos fiscales a favor de los contribuyentes no poseen tasas de interés en contraprestación.

i. Costos financieros

Los costos financieros por cuestiones impositivas surgen cuando los impuestos no son pagados a su vencimiento, dando lugar al cálculo de intereses y eventualmente multas.

Los intereses previstos para esos casos ascienden al 3% mensual en el caso de AFIP (que es replicado por muchas agencias recaudadoras provinciales y municipales), y se calculan como un interés directo o simple aplicado de manera diaria. Cuando la obligación es cancelada, se detiene el cálculo de intereses, pero los intereses acumulados constituyen una nueva obligación a pagar, sobre la que se calcularán intereses en caso no sea cancelada también. Pueden existir circunstancias en la que exista un plan de facilidades de pago, que no elimina los intereses adeudados pero reduce la tasa a un tercio (1,35%) para el cálculo de los montos a pagar⁷.

⁷ Plan de Facilidades de Pago - La Resolución General 3516 (y sus modificaciones) implementa un plan de facilidades de pago para regularizar deudas impositivas, aduaneras y de los recursos de la seguridad social, para aquellos sujetos que actúen en calidad de empleadores.

Sujetos alcanzados. Sujetos que actúen en calidad de empleadores cuyos ingresos brutos anuales no superen los \$ 50.000.000 en caso de comercialización de bienes y los \$30.000.000 en caso de prestación de servicios y que adicionalmente al momento de la adhesión cumplan los siguientes requisitos:

Condiciones del plan:

- La cantidad máxima de cuotas a otorgar será de 6.
- Las cuotas serán mensuales, iguales y consecutivas.
- El monto de cada cuota deberá ser igual o superior a \$ 150.

La ley de procedimientos tributarios 11.683 establece dos tipos de interés pero que en realidad se puede decir que en la práctica la AFIP aplica tres tipos de interés y ellos son:

1. Intereses resarcitorio (art. 37)

Se aplica ante el incumplimiento de cualquier obligación debida al Fisco por el sólo vencimiento del plazo y sin necesidad de interpelación alguna por su parte. Su tasa no debería exceder el doble de la mayor tasa fijada por el Banco Nación para sus operaciones. En caso de pago total o parcial de la deuda, sin pagar los intereses, al momento del pago los intereses se convertirán en capital (intereses capitalizables) y devengarán también el mismo interés del artículo mencionado.

2. Intereses punitorios (art. 52)

Se aplica cuando sea necesario recurrir a la vía judicial para hacer efectivo el cobro de crédito y multas, y se calcula desde la interposición de la demanda. Por otra parte no puede exceder más de la mitad de la tasa del artículo 37.

3. Intereses moratorios

Intereses de tasa variable que se aplican cuando se adhiere el contribuyente a un plan de pagos y se relaciona con el pago de las cuotas, por el sólo adhesión a dicho plan tiene estos tipos de intereses.

Surge también que puede existir un cuarto tipo de interés a partir de la 11.683 que cumple la función punitoria y que están establecidos en el artículo 168 que, establece que cuando una apelación ante el Tribunal Fiscal de la Nación fuere maliciosa, a opinión del tribunal, podrá disponer que sin perjuicios del interés del artículo 37, se devengue otro igual hasta que se dicte el fallo, que podrá aumentar en un 100%.

ii. El problema del excesivo endeudamiento (“debt overhang”)

Un plan de facilidades de pagos se produce por un antecedente de no pago del impuesto, donde puede darse la situación que la empresa deudora esté justamente utilizando al fisco como el equivalente de un banco (ya que obviamente si se encuentra en dificultades financieras, ningún banco o entidad financiera le querrá prestar no será sujeto calificado de crédito).

Tomemos por ejemplo una empresa que utiliza como fuente de financiamiento de último recurso la dilatación del pago de impuestos. Esta situación implica endeudarse a un interés del 3% mensual, o el 36% anual (resarcitorio), que en caso que la deuda entre en litigio se incrementa al 4% mensual o 48% anual (punitorio). La forma de cálculo requiere de la enumeración de los días de demora en el pago, y de la aplicación del

- La tasa de interés mensual de financiamiento será de 1,35%.

- Las declaraciones juradas determinativas de las obligaciones impositivas y de los recursos de la seguridad social por las que se solicita la cancelación financiada, se encuentren presentadas a la fecha de adhesión al régimen.

interés proporcional por dicho período. El plan de pagos incluye el cálculo de un nuevo interés sobre el interés anterior, que pasa a formar parte del capital.

El gran inconveniente con el endeudamiento fiscal es que a través del cálculo de intereses, puede no darle respiro financiero a la empresa que no ha pagado en término, de manera de recuperarse económicamente, aspecto que en la literatura de finanzas se conoce como “carga de la deuda” (“debt overhang”).

d. El problema de la carga de deuda (“debt overhang”)

En situaciones donde el endeudamiento es bastante significativo, la literatura en finanzas indica que se pueden generar ineficiencia de asignación de recursos a proyectos de inversión y rescates económicos y financieros de la empresa, lo que es conocido en la literatura como “debt overhang” (traducido como “carga de deuda”).

El resultado de tener una deuda excesiva es que, frente a la necesidad de incorporar capital para explotar nuevas oportunidades de negocios que permitan generar beneficios, las ganancias generadas por estos nuevos proyectos de inversión son apropiadas principalmente por los acreedores existentes, quitando incentivos a invertir. Por ello, los accionistas de la empresa no quieren emitir nuevas acciones o realizar aportes de capital porque los beneficios de estas inversiones adicionales van a parar principalmente a los acreedores originales. Por lo tanto, la empresa se niega a financiar proyectos con un valor presente neto positivo⁸, aunque sea beneficioso del punto de vista general de la economía.

Esta amenaza o carga de la deuda proviene de situaciones donde el nivel de endeudamiento es tan grande que una firma no puede asumir deuda adicional para financiar futuros proyectos, incluso los que son lo suficientemente rentables para que pueda reducir su endeudamiento con el tiempo; tampoco genera incentivos para que los socios aporten capital adicional ya que la mayor parte de la renta generada por el mismo se transfiere a los acreedores originales.

El siguiente ejemplo puede ser de guía para entender el problema. Supongamos una empresa que enfrenta dos escenarios equiprobables, en uno sus activos valen 150 y en el otro 50. Para hacer simple el ejercicio supongamos que la tasa de descuento es cero. Esta firma tiene un nivel de deuda de 90.

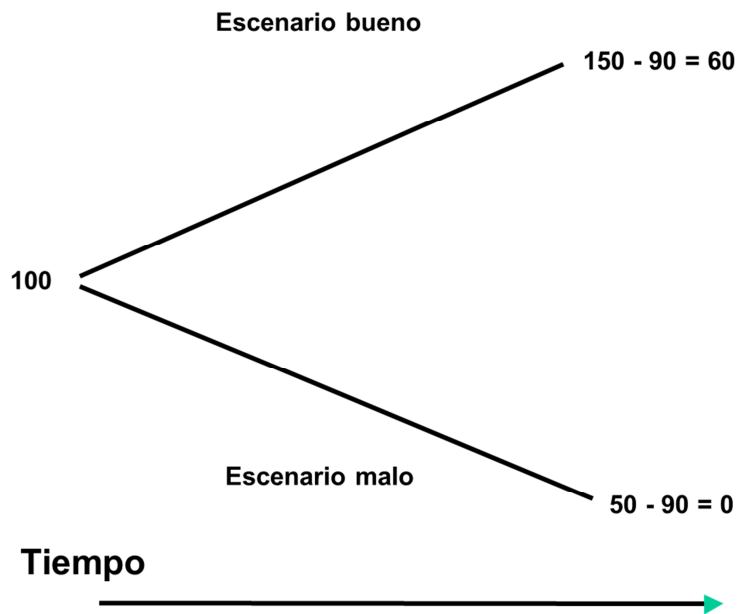
Dadas estas circunstancias, el valor presente de la firma es 100, y restando el valor de la deuda por 90, el valor para los accionistas sería de 10 (la diferencia).

$$100 - 90 = 10$$

Sin embargo el valor de mercado de la deuda será menor, y esto se debe a que existen estados de la naturaleza donde la firma no puede pagar la deuda (cuando el valor es 50). Esto puede observarse en el siguiente gráfico:

⁸ Este problema se discutió por primera vez por Myers (1977)

Gráfico 6



Del análisis observamos que en un estado de la naturaleza, el accionista se queda con 60, y en el otro con 0 (dado que existe responsabilidad limitada al capital invertido en la firma).

Ponderando por la probabilidad, observamos que el valor para el accionista es de 30 (promedio de lo que recibe en cada situación ya que las probabilidades son iguales):

$$(60 + 0)/2 = 30$$

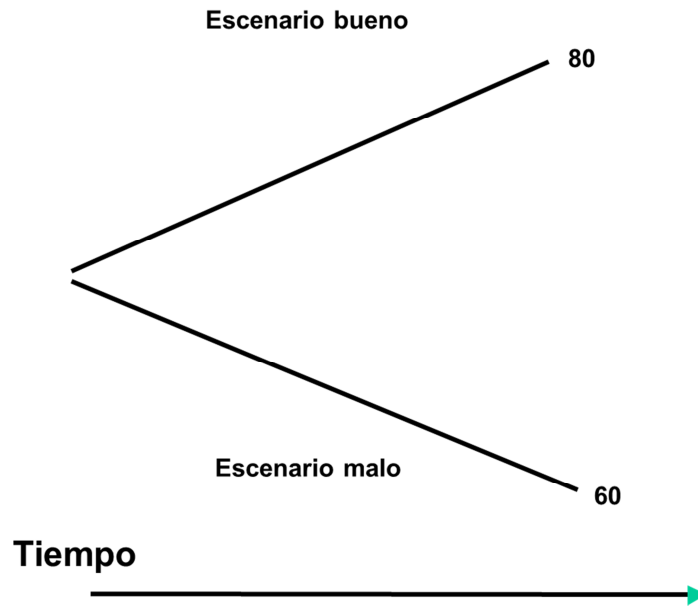
Siendo que el valor total de la firma es 100, y el valor para los accionistas es de 30, el **valor de mercado** por diferencia es de 70:

$$100 - 30 = 70$$

A pesar que el valor nominal de la deuda es 90, su valor de mercado es de 70, ya que en un escenario el valor de la firma no alcanza para pagar la deuda.

Supongamos ahora que la firma tiene una oportunidad de inversión por 50, que le puede rendir con la misma probabilidad un valor de 60 o de 80, es decir que la inversión es rentable.

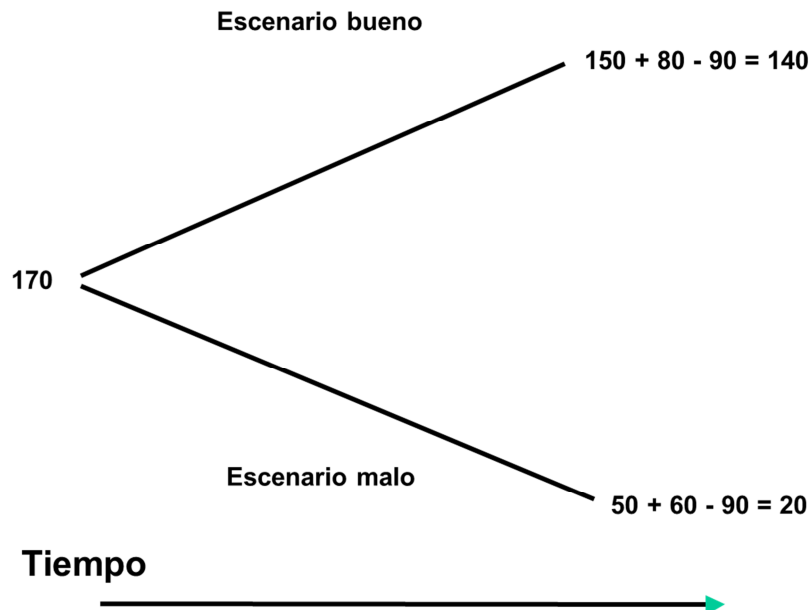
Gráfico 7



No obstante el proyecto de inversión es atractivo y da ganancia, ni los accionistas ni un nuevo acreedor tendrían incentivos para financiarlo, ya que existe el problema de la carga de deuda, y los beneficios de la inversión irían a parar principalmente a los acreedores existentes. Veamos la razón.

Si evaluamos el conjunto, el valor esperado total de la firma pasa a ser de 170 (el promedio entre $150 + 80$ y $50 + 60$). Evaluando cada escenario, vemos que la nueva inversión y su flujo de fondos asociado ayuda a mejorar el perfil de riesgo de la deuda existente, ya que le permite proporcionarle colateral, y en este caso la deuda original de 90, que tenía un valor de mercado de 70, pasa a tener un valor de mercado de 90, porque el beneficio producto de la nueva inversión va a parar en términos esperados a los acreedores.

Gráfico 8



Vemos que el valor para el accionista en el estado bueno es de 140, y en el estado malo es de 20, lo cual da un promedio de 70. Por ende los accionistas, que invirtieron 50, se encuentran con la paradoja que los beneficios de dicha inversión van a colateralizar o a mejorar el perfil de riesgo de la deuda, para transformarla de deuda con riesgo a deuda sin riesgo.

Sin el proyecto, el valor para el accionista era de 30, y si invierte 50, debería por lo menos valer 80, sin embargo el valor para el accionista luego de la inversión cae a 70!, ya que los beneficios van a mejorar el perfil de riesgo de las acreencias. Esto sucede porque los beneficios adicionales que genera el nuevo proyecto de inversión van a parar a los acreedores, y su deuda pasa de ser riesgosa a sin riesgo, y en el proceso, el accionista está peor luego de llevar adelante el proyecto que ante la circunstancia de no haberlo hecho. De más está decir que ante esas circunstancias, el accionista el lugar de invertir dinero, prefiere sacarlo en la forma de rescate de capital o dividendos.

El sobreendeudamiento genera entonces un efecto de disuadir los incentivos a la inversión, ya que todos los ingresos procedentes de nuevos proyectos irían principalmente a los tenedores de deuda existentes, dejando pocos incentivos para que la propia firma. En dicho contexto la firma no tiene ningún incentivo para avanzar en inversiones porque no puede apropiarse de los beneficios, pero tampoco puede pagar su deuda existente porque no se encuentra generados suficientes recursos para hacerlo, lo que da lugar a un círculo vicioso que actúa en detrimento de las posibilidades de crecimiento, de generación de empleo y de posibilidad futura de generar mayores pagos de impuestos.

Dada esta circunstancia, una manera de escapar de la carga de deuda es por el mecanismo de concurso de proveedores o eventualmente la quiebra; sin embargo, los procesos de quiebra en general pueden no ser beneficiosos para la economía en su conjunto, como sostiene Altman (1984)⁹. Tanto el mecanismo de concurso de acreedores como el de quiebra tienen costos importantes, incluyendo una calificación crediticia baja en el futuro, y de pérdida de activos intangibles.

Sin embargo si los acreedores acceden a la posibilidad de una reorganización financiera de la firma, las responsabilidades de deuda pueden reducirse, lo que permite que se produzcan los incentivos a la inversión y por ende se generen los recursos necesarios para atender esa deuda.

El fisco puede ser un acreedor que genere situaciones de carga de deuda en las firmas¹⁰. En consecuencia procesos de reorganización apropiados pueden resultar beneficiosos desde el punto de vista de la economía en su conjunto, tanto en el mantenimiento de fuentes de trabajo, de capital intangible (tales como relaciones con proveedores, etc.) como así también en la posibilidad futura de generar nuevos ingresos que originen

⁹ En la práctica, los costos de quiebra pueden ser clasificados en directos e indirectos. Los directos (honorarios legales, etc.) de acuerdo a Altman (1984) pueden representar un 3% del valor de la firma. Los costos indirectos (pérdida de clientes, de proveedores, etc.) pueden incrementar el costo total a un 20% del valor de la firma.

¹⁰ Es entendible que los regímenes de retención, percepción y pagos a cuenta apunten también por parte del Fisco a evitar situaciones mediante el pago adelantado, donde el uso del endeudamiento fiscal se torne excesivo dando lugar a procesos de carga de deuda. Sin embargo esos pagos adelantados deberían ser remunerados con una tasa de interés, y los agentes de percepción, retención y pagos a cuenta deberían recibir una compensación por los costos operativos incurridos.

pagos por impuestos. Reorganizaciones exitosas permiten a las organizaciones reducir sus niveles de deuda y permitir que nuevos accionistas privados puedan acceder a los beneficios de las nuevas inversiones con valor presente neto esperado positivo.

Con niveles excesivamente altos de deuda, el riesgo de impago es grande y el valor de mercado de la deuda es muy inferior a su valor nominal. Si los acreedores perdonan parte de la deuda en esta situación, la carga de la deuda más baja ayuda a realinear los intereses de los accionistas y los acreedores. El esfuerzo de la empresa y la inversión van a subir, aumentando el valor total de la empresa y el valor de mercado de la deuda restante. Si este efecto es lo suficientemente fuerte, el valor de mercado de la deuda restante puede ser incluso mayor que el valor de mercado de la deuda total en ausencia de condonación de la deuda, en cuyo caso alivio de la deuda en última instancia beneficiará a los propios acreedores.

Las soluciones requieren de reorganizaciones exitosas en la que se reestructure el monto de deuda o sea transformado en capital accionario. De esta manera se recrean los incentivos a la inversión, se sana la empresa, se preservan las fuentes de trabajo y el capital intangible presente en toda empresa, y se proyecta la posibilidad de repagos futuros de impuestos.

IV. Síntesis y principales conclusiones de los efectos financieros en la firma de la regulación impositiva

Los aspectos impositivos y su impacto en la firma no son triviales, ni desde la presión tributaria ni desde su implementación financiera, sobretodo en contextos donde existen restricciones de acceso a los mercados de capitales y créditos, o los mismos se encuentran poco desarrollados. En ese contexto, el proceso de arbitraje de las firmas entre los orígenes y aplicaciones de fondos con el objeto de explotar una oportunidad de negocios, y con ello la posibilidad de generar procesos de inversión, crear empleos, propiciar el crecimiento y por ende incrementar la capacidad futura de pagar impuestos, puede verse distorsionado.

Hemos expuesto que el contexto financiero en el que las firmas argentinas llevan a cabo su propuesta de negocios no se encuentra soportado por mercados de capitales o créditos profundos y desarrollados. Considerando que la firma debe proveerse de capital, este proceso de racionamiento de crédito afecta la disponibilidad de financiamiento y la variedad de proveedores de capital.

Por otro lado la presión tributaria no solo es significativa en la economía Argentina, sino que ha venido creciendo en el tiempo (sobre todo a nivel provincial y municipal), dando lugar a aplicaciones de recursos y generando obligaciones de pago adicionales.

En dicho contexto, los regímenes de adelanto de impuestos por créditos fiscales, reintegros de impuestos o por sistemas de percepción, retención y pagos a cuenta, dan lugar a adelantos de fondos al Estado que representan un crédito fiscal que absorbe

recursos, que no genera renta y que puede encontrarse expuesto a la erosión inflacionaria. En entornos de poco desarrollo de mercados de capitales y de crédito, el proceso de sustitución de proveedores de capital no es automático, y estos créditos fiscales son financiados principalmente por los propios accionistas, distraendo recursos escasos de capital. Dado este racionamiento, cada peso que se adelanta al Estado es un peso menos en posibilidades de financiamiento futuro de potenciales inversiones.

El tratamiento de créditos y dudas fiscales es asimétrico en cuanto a sus costos financieros. Las firmas no obtienen intereses financieros por el dinero que le adelantan al Estado, aspecto que no encuentra simetría en las deudas fiscales, ya que cuando se excede su plazo de vencimiento, automáticamente se disparan intereses resarcitorios a una tasa bastante significativa. En consecuencia esta aplicación de recursos lleva a una inmovilización ineficiente financiada principalmente por los accionistas, que no se destina a producción o a la generación de empleo, y que en un contexto inflacionario poder ver licuado su valor real

Los regímenes de retenciones, percepciones y pagos a cuenta no solo generan créditos fiscales que no poseen contraprestación en términos operativos y absorben recursos, sino que imponen una carga administrativa en términos de costos operativos por su funcionamiento, ya que el Fisco delega de manera gratuita en las firmas parte de su responsabilidad recaudatoria sin entregar nada a cambio.

Una situación eficiente desde el punto de vista económico requeriría simetría por parte de la aplicación de los intereses, es decir que los intereses financieros que le caben al contribuyente por no pagar al Estado en tiempo y forma sean similares a los que se le aplican a las deudas del Estado cuando no las liquida en tiempo y forma, cuando las mismas están originadas en devoluciones de impuestos, requeriría que el proceso de utilización de créditos fiscales para la cancelación de otros impuestos (nacionales, provinciales o municipales) fuese posible y más automático, dando lugar quizá a un mercado donde el Fisco realiza y coordina el proceso de *clearing* y además generando procesos más automáticos donde las obligaciones impositivas en cada nivel de gobierno pudiesen cancelarse con títulos públicos emitidos por dichos niveles de gobierno; y requeriría que las firmas que prestan servicios de recaudación por parte del Estado recibiesen un porcentaje de lo que operan en tal sentido.

Finalmente, cuando las firmas “utilizan” al Fisco como acreedor (más sin existen restricciones de acceso a los mercados financieros o proveedores de capital) debieran contemplarse aquellas situaciones de carga de deuda o sobreendeudamiento (“*debt overhang*”) que distorsionan los incentivos a la inversión, al crecimiento y a la generación de empleo, aspectos centrales en el desarrollo de políticas que apunten a mejorar el bienestar de la población.

De darse estas circunstancias, se generan círculos viciosos donde la carga de deuda impositiva afecta los incentivos a mantener las firmas en funcionamiento, y afectan las posibilidades de la firma de obtener financiamiento para nuevos proyectos de inversión rentables, ya que puede darse la circunstancia que los beneficios generados por dichas inversiones sean apropiados principalmente por el acreedor impositivo.

Una solución eficiente que permite preservar la firma como una entidad en marcha, preservando todos los activos intangibles presentes en la misma, como así también las

fuentes de trabajo, proviene de reestructuraciones de deuda impositiva que se alineen con las posibilidades de generación de recursos de las firmas, y alienten la posibilidad de ingreso de capital fresco a las mismas en caso de presentarse esta situación. En dicho sentido, otra posibilidad proviene de transformar parte de las acreencias impositivas en capital accionario que tuviese cotización pública.

V. Referencias

Académicas

- Altman E. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Question", *Journal of Finance* (September): 1067-1089.
- Bebczuk R. (2000), *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Cambridge U.K.
- Brealey R. y Myers S. (1996). *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw Hill.
- Damodaran A., (2012). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Valuing any Asset*. Wiley.
- Dapena J.P. (2004) Absorción de Shocks en Economías Volátiles: ahorro a través de acciones en mercado de capitales. Caso Argentino 1993 – 2001. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 257
- Dapena J.P. (2009). Rol del Mercado de Capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 393
- Dapena J.P. (2014) Un Enfoque Económico de los Efectos de la Inflación en las Ganancias de Capital para los Estados Contables y el Impuesto a las Ganancias. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 38I
- Dapena J.P. y Dapena J.L. (2003) Sistemas de Información en Pymes y Acceso al Crédito en Contextos de Asimetría de Información. Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 252
- Dapena J.P. y Volman M. (2014). Distorsiones económicas y financieras originadas en el impuesto sobre los ingresos brutos. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 542
- Levine R. y Zerbos S. (1998), "Stock Markets and Economic Growth", *American Economic Growth* 88 (3): 537-558.
- Levine R., Loayza N. y Beck T. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Casuality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46 (August): 31-77.
- Miller M. (1998), "Financial Markets and Economic Growth", *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (3): 8-15.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, volume 48, number 3, pp. 261-297.

Myers S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics* 5 147-176.

Myres S. (2001), "Capital Structure". *Journal of Economic Perspectives* Spring Vol 15, Num 2 81-102.

Rajan R. y Zingales L. (1998), "Financial Dependenc Growth", *American Economic Review* 88 (3):559-586.

Artículos

El alto peso de los impuestos en Argentina, de N. Argañaraz et. al., Informe Económico N° 291. Del 12 de Noviembre de 2014

Normativa

Ley 11.683