



Universidad del Desarrollo
Universidad de Excelencia

Finanzas II

Otoño 2013

Sesión 17:

Política de Endeudamiento Con Impuestos



1. Política de Endeudamiento

1. Sin impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
- 2. Con impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra**
3. Supuestos reales

2. Jerarquía de financiamiento

3. Cierre

1.2 Con impuestos, tasa de interés constante y sin costos de quiebra

- ▶ Los flujos de la empresa que se reparten entre sus dueños (bancos y accionistas) SI se ven afectados por cambios en el nivel de deuda.

- Dado que el pago de intereses REDUCE el pago de impuestos, al aumentar la deuda se genera un beneficio tributario $\frac{T_c * R_d D}{R_d}$

- El valor de la empresa aumenta

$$V_{con\ deuda} = V_{sin\ deuda} + T_c D$$

- El riesgo de la empresa no disminuye, sin embargo dado que nos interesan los flujos de bancos y accionistas, el riesgo de los flujos para ellos si disminuye, debido al ahorro tributario

$$\beta_a^{C/D} = \beta_a^{S/D} \left(1 - \left(T_c \frac{D}{V^{C/D}}\right)\right) \quad K_0 = \rho \left(1 - \left(T_c \frac{D}{V^{C/D}}\right)\right)$$

- La tasa de descuento de la empresa disminuye

$$WACC = K_0 = K_d (1 - T_c) \frac{D}{V^{C/D}} + K_e \frac{E}{V^{C/D}}$$

1.2 Con impuestos, tasa de interés constante y sin costos de quiebra

- ▶ Los flujos del accionista (lo que queda después del pago de la deuda) SI se afectan al cambiar el nivel de deuda, pero en menor medida, ya que el pago de intereses genera un ahorro tributario

- A mayor deuda, menor será el flujo al accionista
- Re expresando la ecuación del valor de la empresa:

$$E = (V_{con\ deuda} - D) = (V_{sin\ deuda} + T_c D - D)$$

- El riesgo del accionista aumenta, ya que la deuda tiene prioridad de pago

$$\beta_e^{C/D} = \beta_a^{S/D} + (\beta_a^{S/D} - \beta_d)(1 - T_c) \frac{D}{E}$$

1. Política de Endeudamiento

1. Sin impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
2. Con impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
- 3. Supuestos reales**

2. Jerarquía de financiamiento

3. Cierre

1.3 Supuestos reales

- ▶ La tasa de interés no es constante, generalmente aumenta a medida que aumenta el nivel de deuda
 - ¿por qué?
 - Si no hay impuestos: el valor, riesgo y tasa de descuento de la empresa se mantienen constantes y para el accionista disminuyen
 - Si hay impuestos: el valor de la empresa aumenta, el riesgo y tasa de descuento de la empresa disminuye. Para el accionista, el valor, riesgo y tasa de descuento disminuye.

- ▶ Existen costos de quiebra
 - Directos (costos de realizar el proceso de quiebra)
 - Indirectos (efectos negativos previos a la quiebra)

1. Política de Endeudamiento

1. Sin impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
2. Con impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
3. Supuestos reales

2. Jerarquía de financiamiento

3. Cierre

2. Jerarquía de Financiamiento

- ▶ **En el mundo real, existen asimetrías de información:**
 - **Los administradores tienen mejor información que los accionistas**
 - **Los accionistas tienen mejor información que los bancos**
 - **Los bancos tienen mejor información que el público general**

- ▶ **Tal como discutimos con el reparto de dividendos y recompra de acciones, las decisiones de la compañía transmiten información al mercado.**
 - **Si una empresa recompra acciones, el mercado puede interpretar que las acciones están baratas o que la empresa tuvo un flujo extraordinario**
 - **Si una empresa que reparte dividendos, decide disminuir sus dividendos, el mercado puede interpretar que en el futuro la empresa podría disminuir sus flujos**

2. Jerarquía de Financiamiento

- ▶ En este caso, la teoría dice que una empresa que aumenta su nivel de deuda (cambia su relación deuda/patrimonio) envía una señal al mercado:



- Los socios quieren aumentar su apalancamiento para disminuir el WACC



- Los socios tienen un proyecto riesgoso, y no se atreven a financiarlo por si mismos

- ▶ La empresa emitirá deuda sólo si efectivamente no puede generar los recursos por si misma (ej: retención de utilidades, aumento de capital de los mismos accionistas)

2. Jerarquía de Financiamiento

- ▶ Si sabemos que la deuda es más barata (en términos de costo de capital) que el patrimonio... ¿en qué situación una empresa estaría dispuesta a emitir nuevas acciones? (aumento de capital de nuevos accionistas)
 - Sólo en caso que la empresa no pueda conseguir nuevo financiamiento vía deuda

- ▶ ¿Cómo interpreta esto el mercado?
 - La empresa está desarrollando un proyecto tan riesgoso, que el banco no está dispuesto a seguir prestándole
 - Dado este mayor riesgo percibido, ¿cómo es la tasa de descuento que exigiría el nuevo accionista a la empresa? (mayor o menor al accionista original)

2. Jerarquía de Financiamiento

- ▶ **Por lo tanto, existe una jerarquía de preferencias para el financiamiento de nuevos proyectos:**
 1. **Retención de utilidades o aumento de capital por parte de los actuales accionistas**
 2. **Deuda**
 - a) **Deuda Bancaria**
 - b) **Bonos**
 - c) **Bonos convertibles**
 - d) **Etc.**
 3. **Nueva emisión de capital**

1. Política de Endeudamiento

1. Sin impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
2. Con impuestos, con tasa de interés constante y sin costos de quiebra
3. Supuestos reales

2. Jerarquía de financiamiento

3. Cierre

▶ Hoy

- Clase de reforzamiento después de la clase

▶ Próximo lunes:

- Test Online (BMA 20 y BMA 24), domingo 23:59
- Ayudantía
- Clase: Valoración y Riesgo de crédito
- Clase de reforzamiento después de la clase