

DOBLE IMPOSICIÓN, “EFECTO CLIENTELA” Y AVERSIÓN AL RIESGO

Autores: *Antonio Bustos Gisbert y Francisco Pedraja Chaparro*

A lo largo de este trabajo hemos estudiado la posibilidad de que se produzca el denominado ‘efecto clientela’ al cambiar algunos de los supuestos fundamentales en los que se basa su existencia. Este efecto se atribuye a la existencia de una tributación diferente en los dividendos de las sociedades y las ganancias de capital, y se obtiene, tradicionalmente, suponiendo que la plusvalía se produce con certeza al incrementarse el valor teórico de las acciones. En estas circunstancias, puede probarse, con facilidad, que existe un umbral de renta que separa a dos grupos de contribuyentes, unos que prefieren las empresas cuya política sea repartir todos los beneficios como dividendos y otros que, por el contrario, adquieren acciones de sociedades que destinen los resultados al ahorro empresarial. Igualmente, resulta sencillo demostrar que este umbral de renta se modifica con los cambios en los tipos impositivos de renta, sociedades y plusvalías, en el sentido que dicta la más sencilla de las intuiciones.

Este trabajo extiende el análisis del ‘efecto clientela’ en dos direcciones distintas y ambas tienen implicaciones para la política tributaria.

De una parte, hemos considerado el caso en el que el ahorro empresarial genera una plusvalía sometida a un cierto grado de incertidumbre. En este caso seguimos teniendo un umbral de renta que separa a los dos grupos de accionistas, con el consiguiente ‘efecto clientela’, pero en comparación con el caso general de ausencia de riesgo, sí hay cambios en cuanto a las consecuencias de modificaciones en el sistema tributario. En efecto, aunque los cambios en la imposición personal sobre la renta tienen los mismos efectos que se le atribuyen en el modelo general sin incertidumbre, las modificaciones en el impuesto de sociedades o en la tributación de las plusvalías tienen un efecto indeterminado sobre el umbral de renta que separa a unos accionistas de otros. Esta conclusión contrasta con el resultado habitual y se debe a los efectos, de signo opuesto, sobre el valor esperado de la plusvalía y sobre la varianza de ésta. No cabe duda que este re-

sultado tiene importancia a tenor de las sucesivas modificaciones que ha sufrido la tributación de las plusvalías y en el contexto de una anunciada reforma del impuesto de sociedades.

De otra parte, hemos modificado la hipótesis de que el mercado de valores refleje el valor teórico de las acciones, lo que rompe un supuesto importante en esta materia. Para el desarrollo del análisis partimos de dos situaciones distintas; en la primera suponemos que el mercado refleja el mayor de dos valores posibles, el teórico de la acción y el resultado de capitalizar los dividendos percibidos, en la segunda el valor que refleja el mercado es una combinación de funciones crecientes de ambos. Tanto en uno como en otro caso, podemos considerar la presencia de implicaciones para la política económica.

En efecto, si el mercado bursátil refleja sólo el mayor de los dos valores posibles, el '*efecto clientela*' desaparece si el valor de capitalización de los dividendos es muy elevado. Ahora bien, este caso sólo es plausible si se trata de empresas muy poco capitalizadas y si los tipos de interés son suficientemente bajos. Puede ocurrir que un incremento de r reduzca el valor de capitalización lo suficiente para que se genere esa situación. Pero de nuevo aquí podemos extraer alguna conclusión en cuanto a la política económica o, más bien, a las consecuencias de una política de fijación de tipos que se realiza en el marco de la UE.

Si, en cambio, el mercado refleja una combinación de los dos valores, entonces el '*efecto clientela*' vuelve a producirse pero significa, en este contexto, que podemos definir un umbral de renta que separa a los socios que prefieren un reparto total de los beneficios como dividendos, frente a otros que estiman mejor que una porción de los resultados de la empresa se mantengan como ahorro empresarial. Pero dentro de este matiz, los resultados alcanzados en la sección tercera de este artículo se mantendrían plenamente. Ello supone, que también se mantienen las conclusiones, ya enunciadas, sobre el efecto de modificaciones en la tributación de sociedades o de ganancias de capital, aunque su alcance sería más limitado, o sus efectos más atenuados.

