



La reintegración tributaria y el escudo tributario de la deuda.

Club de Finanzas FEN UChile – Área de Research

5 de agosto de 2026

Joaquín Martínez
Head of Research

Gaspar González
Macroeconomics
Lead Researcher

Ramón Mazuela
Research Analyst

Nicolás González
Research Analyst

Cristóbal López
Research Analyst

1

El 4 de agosto de 2026 el Congreso despachó la Ley de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico y Social. En materia corporativa restablece la integración total del sistema de renta hacia el año tributario 2031. La ley aún no se promulga, ya que quedan pendientes vetos del Ejecutivo y el pronunciamiento Tribunal Constitucional.

2

El debate se ha dado en clave de recaudación y sostenibilidad fiscal, pero el régimen de integración fija además un parámetro central de finanzas corporativas. Determina cuánto vale el escudo tributario de la deuda para quien finalmente recibe el flujo.

3

La cadena lógica parte de Modigliani y Miller, con impuestos corporativos el escudo tributario aumenta el valor de la empresa con deuda. Al incorporar impuestos personales, es relevante modelar el régimen de integración del sistema, un sistema desintegrado reduce el escudo tributario.



La reintegración tributaria y el escudo tributario de la deuda.

Tras doce años de vigencia del régimen semi-integrado el Congreso despachó el 4 de agosto de 2026 la Ley de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico y Social. En materia corporativa la ley hace dos cosas. Reduce el Impuesto de Primera Categoría desde 27 % a 25,5 % en 2027, 24 % en 2028 y 23 % permanente desde 2029, y elimina de forma gradual la obligación de restituir el crédito por dicho impuesto, alcanzando la integración total en el año tributario 2031. La discusión pública se ha concentrado en el costo fiscal y en la invariabilidad tributaria, hoy impugnada ante el Tribunal Constitucional. Este informe se ocupa de otra dimensión, qué le hace la reintegración al valor de la deuda.

Integración y desintegración

La diferencia entre regímenes se reduce a una pregunta. Cuánto del impuesto corporativo puede el dueño imputar contra su impuesto personal al retirar utilidades. En un sistema integrado el crédito es total, es decir, todo lo que la empresa pague en impuestos a las utilidades el contribuyente puede descontarlo de sus impuestos personales. En un sistema desintegrado no hay crédito, el impuesto corporativo es definitivo y el dividendo enfrenta un impuesto adicional. El régimen chileno desde 2014 es semi-integrado y ocupa un punto intermedio, ya que obliga a restituir el 35 % del crédito. Por ejemplo, si la empresa paga \$100 en impuestos, el dueño solo puede descontar \$65 contra sus impuestos personales. La ley recién despachada mueve al país desde ese punto intermedio hacia la integración plena.

Del escudo tributario clásico al escudo neto

En la Proposición I de Modigliani y Miller (1958) sin impuestos, el valor de la firma no depende del apalancamiento, al introducir impuestos corporativos el flujo total a inversionistas pasa a ser $U_{All}(1 - t_c) + t_c r_d D$ (Modigliani & Miller, 1963).

$$V_{c/d} = V_{s/d} + t_c D.$$

El problema es que mide el ahorro en la empresa, no en el inversionista. Para corregirlo comparamos cuánto llega de un peso de U_{All} según la ruta que tome (Miller, 1977). Por la vía de la deuda el bonista recibe $(1 - t_i)$. Por la vía del patrimonio, sin crédito por el impuesto corporativo, el accionista recibe $(1 - t_c)(1 - t_e)$. La ventaja tributaria neta de la deuda es entonces



$$\tau^* = 1 - \frac{(1 - t_c)(1 - t_e)}{1 - t_i}, \quad V_{c/d} = V_{s/d} + \tau^* D.$$

Bajo integración plena el accionista imputa todo t_c y recibe $(1 - t_p)$. Si los intereses tributan en la misma base personal, es decir $t_i = t_p$, entonces

$$\tau^* = 1 - \frac{1 - t_p}{1 - t_p} = 0. \quad (1)$$

El resultado no depende de t_c . La integración plena devuelve $V_{c/d} = V_{s/d}$, es decir MM sin impuestos. Bajo el resultado en (1) la deuda al no tener escudo tributario se tiene que justificar de otras maneras, como la disciplina sobre el flujo de caja libre. Puede ver una versión más detallada y realista en el anexo.

Implicancias sobre la estructura de capital

Dos observaciones. Primero, la rebaja de la tasa corporativa y la reintegración operan de manera distinta. La primera aumenta el flujo disponible para todos los proveedores de capital, pero no toca τ^* . La segunda es la que anula el sesgo tributario a favor de la deuda. Segundo, la gradualidad importa, ya que entre 2026 y 2030 el crédito imputable aumenta año a año y τ^* converge a cero de forma decreciente, lo que implica una trayectoria y no un salto.

Las decisiones respecto al sistema tributario son complejas y sus discusiones engloban gran variedad de ejes, crecimiento, recaudación, ineficiencia, etc (Agostini et al., 2018; Bustos et al., 2004; Chetty & Saez, 2010; Cortés & Gutiérrez, 2025). Este informe se centró únicamente en las decisiones de estructura de capital, relacionándolo con los clásicos resultados de (Modigliani & Miller, 1958, 1963).



Disclaimer

Este documento ha sido preparado por el Área de Research del Club de Finanzas FEN con fines exclusivamente informativos. Su contenido incluye datos, análisis y proyecciones elaborados por sus autores o extraídos de fuentes consideradas confiables, sin que estos hayan sido sometidos a una revisión independiente por parte del Club de Finanzas, la Facultad de Economía y Negocios ni la Universidad de Chile. En consecuencia, ninguna de estas instituciones garantiza, de forma expresa o tácita, la exactitud, completitud o veracidad de la información aquí contenida. **Este informe responde a un propósito estrictamente académico y formativo, enmarcado en el quehacer universitario, y en ningún caso debe interpretarse como una recomendación o asesoría de inversión.**

Las proyecciones o estimaciones incluidas en este documento se basan en metodologías de uso común y deben entenderse como ejercicios prospectivos. El comportamiento pasado de las variables económicas, sea favorable o desfavorable, no constituye garantía de resultados futuros.

Nada de lo expuesto en este documento constituye una oferta, invitación o sugerencia para comprar, vender o adquirir participación en activo o instrumento financiero alguno, ni puede servir como fundamento para la celebración de contratos, compromisos o decisiones de cualquier naturaleza.



Anexo

El cuerpo del informe compara dos puntos extremos, desintegración y integración plena. Tres precisiones acotan la lectura del resultado $\tau^* = 0$.

Primero, en la transición la rebaja de tasa sí afecta la ventaja neta. Con restitución parcial de una fracción α del crédito, la ventaja tributaria de la deuda es $\tau^* = \alpha t_c / (1 - t_p)$. La independencia respecto de t_c aparece solo en el punto final, cuando $\alpha = 0$. Entre 2027 y 2030 ambas medidas empujan τ^* a la baja de forma simultánea. Con los parámetros vigentes, $\alpha = 0,35$ y $t_c = 27\%$, y un contribuyente en el tramo superior del Global Complementario, la ventaja neta actual bordea 16 % y no 27 %. El escudo relevante ya era bastante menor al que sugiere el resultado con impuestos corporativos únicamente.

Segundo, τ^* depende del inversionista marginal y no solo del régimen. El supuesto $t_i = t_p$ describe a una persona natural residente. Una fracción importante de la deuda corporativa chilena la mantienen fondos de pensiones, fondos mutuos y acreedores externos afectos a Impuesto Adicional, para quienes t_i es sustancialmente menor. En esos casos τ^* permanece positiva incluso bajo integración total. La conclusión correcta es que la reintegración elimina el sesgo tributario para el accionista residente, no que lo elimine en el equilibrio agregado del mercado de deuda.

Tercero, el resultado supone distribución inmediata de utilidades. Si la empresa retiene, el impuesto personal se difiere y su valor presente cae, lo que abarata la ruta patrimonio por sobre lo calculado. Bajo integración plena el sesgo tributario no desaparece del todo, se desplaza hacia el financiamiento con utilidades retenidas por sobre la deuda.



Referencias

- Agostini, C. A., Engel, E., Repetto, A., & Vergara, D. (2018). Using Small Businesses for Individual Tax Planning: Evidence from Special Tax Regimes in Chile.
- Bustos, Á., Engel, E., & Galetovic, A. (2004). Could Higher Taxes Increase the Long-Run Demand for Capital? Theory and Evidence for Chile.
- Chetty, R., & Saez, E. (2010). Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm. *American Economic Journal: Economic Policy*, 2(3), 1-31. <https://doi.org/10.1257/pol.2.3.1>
- Cortés, J., & Gutiérrez, P. (2025, mayo). *The Kinky Response of Corporate Taxable Income to Dividend Taxation* [Working paper].
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275. Consultado el 5 de agosto de 2026, desde <http://www.jstor.org/stable/2326758>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Consultado el 5 de agosto de 2026, desde <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Consultado el 5 de agosto de 2026, desde <http://www.jstor.org/stable/1809167>