

# Mundo empresario

Una Respuesta a su Necesidad de Información Especializada

## Sociedades Comerciales Aspectos Económico - Financieros y Contables del Proyecto de Ley

Por el Cr. Ricardo Pascale

Nuestro comentario trata sobre algunos aspectos económicos, financieros y contables del proyecto de ley de sociedades comerciales. En una ley de esta naturaleza, la variedad de estos aspectos es particularmente amplia.

Con las lógicas limitaciones de espacio con que contamos no es posible abordarlos en su totalidad con razonable detenimiento. Por este motivo, hemos tenido que seleccionar algunos de ellos.

Debemos señalar que el proyecto en su conjunto nos merece el mayor apoyo. Se trata, sin duda, de un esfuerzo digno del máximo destaque. El enfoque de nuestros comentarios no será, por cierto, jurídico, —el mismo ya estuvo a cargo de distinguidos profesores de Derecho Comercial—, sino desde el ángulo de nuestra especialidad. En ciertos aspectos, es probable que establezcamos nuestras discrepancias con algunas normas contenidas en el proyecto. Trataremos de fundamentarlas de la forma más amplia posible, orientándonos a exponer algunos aspectos sustantivos de la realidad económica y financiera de las empresas sobre las que se legislará.

Seguidamente exponemos nuestras consideraciones sobre los aspectos seleccionados.

Las empresas, frecuentemente, cuidan ciertas proporciones de deudas a fondos propios. Cuando el desarrollo del mercado de capitales, entre otras causas hace dificultoso la obtención de nuevos aportes de capital, la retención de utilidades se torna decisiva para el mantenimiento de la relación deudas / fondos propios.

A efectos de la consideración de las utilidades retenidas como fuente de financiamiento, las empresas siguen determinadas orientaciones. Una de ellas, es la que se conoce como teoría residual de la política de dividendos.

Parte de la base que: a) la empresa fija ciertas relaciones de deudas a fondos propios, b) que tiene un conjunto de oportunidades de inversión con rentabilidades superiores a los que podrían obtener los accionistas con la reinversión de los dividendos, c) que el costo del capital de los nuevos fondos aportados es superior al de las ganancias retenidas. La política de la empresa se delinea entonces tomando en consideración las oportunidades de inversión y distribuyendo dividendos una vez que las mismas se han financiado manteniendo la fijada relación deudas / fondos propios. En ciertos casos, puede llegar a tener que retenerse

Luego de graduarse en 1966 en nuestra Universidad, comienza su especialización en Finanzas de Empresas, la que efectúa en Estados Unidos, en varias oportunidades.

En 1976, estudia e investiga en la Universidad de California en Los Angeles (UCLA) bajo la dirección de Prof. Dr. J. Fred Weston, una de las más destacadas especialistas del tema. Al cabo de su programa, recibe el diploma de Postdoctoral Scholar in Finance de la UCLA.

Desde 1969 es Catedrático de Finanzas de Empresas de nuestra Facultad de Ciencias



Prof. Cr. Ricardo Pascale

Ha sido asimismo contratado en varias

## Distribución de Utilidades Normas proyectadas

- Las mismas en forma resumida establecen: De las ganancias se deberá destinar un 5% para formar una reserva legal hasta alcanzar el 20% del capital (art. 70). Esta norma se establece para las sociedades anónimas, las sociedades de responsabilidad limitada y las en comanditas por acciones.
  - Se deberá distribuir a los socios o accionistas un máximo del 50% de los beneficios, lo que es aplicable a todas las formas societarias. Para los que rige la norma de reserva legal se aplica, luego de deducida esta (art. 71).
  - Los beneficios cuya distribución ha sido acordada se deben abonar dentro de los treinta días de la fecha en que se adoptó la resolución de distribuirlos (art. 75).
  - Los beneficios se distribuyen luego de haberse cubierto las pérdidas de ejercicios anteriores (art. 73).
  - No pueden distribuirse dividendos en acciones. Ello surge de la conjunción de normas, entre ellas la obligación de estar suscrito la totalidad del capital.
- Estas son las principales normas proyectadas sobre el tema de distribución de utilidades. Previo a emitir nuestra opinión sobre las mismas, creemos importante efectuar, aunque somera, una revisión de algunos aspectos conceptuales.

## Utilidades y Dividendos

La política de dividendos y retención de utilidades, es uno de los aspectos centrales en las modernas finanzas de las empresas. Es, además, uno de los más complejos.

La retención de utilidades significa por una parte una fuente de financiamiento en tanto que por otra los dividendos representan uno de los componentes de la rentabilidad de la inversión de los dueños de las empresas.

A los efectos de un ordenamiento de la exposición desdoblaremos la presentación como sigue.

## Retención de Utilidades Como Fuente de Financiamiento

Es común que las necesidades de inversión se financien en parte con nuevas deudas y en parte con fondos propios. Estos últimos a su vez pueden ser nuevas aportaciones de capital o retención de utilidades.

## En esta edición

Los temas y materiales que integran este Suplemento son redactados y coordinados por el señor **MARIO ENRIQUE NOGUEIRA**. Los que se incluyen en la página 6 en la Sección Exportando, son escritos por el señor Juan C. Tellechea.

la voluntad de las ganancias inducir o efectuar nuevas aportaciones de capital si se quieren llevar adelante las oportunidades rentables de inversión manteniendo una determinada relación deudas / fondos propios.

## Distribución de Utilidades Como Remuneración de la Inversión

La distribución de utilidades representa un aporte a la remuneración de la inversión de los propietarios. En el caso de una sociedad anónima, la rentabilidad de un accionista para un período dado 10-11, viene representada por:

$$r = \frac{P_1 - P_0 + D + \text{e}}{P_0}$$

donde:

- r = rentabilidad de la acción en el período 10-11
  - P<sub>1</sub> = cotización de la acción en el momento 11
  - P<sub>0</sub> = cotización de la acción en el momento 10
  - D = dividendos en efectivo distribuidos en el período 10-11
  - e = proporción de capital distribuido como dividendo en acciones.
- En caso de existencia de impuestos ellos deben computarse en los cálculos.

La remuneración a la inversión de un accionista proviene pues de: a) dividendos en efectivo, b) dividendos en acciones y c) ganancias de capital (representados por las diferencias de cotización P<sub>1</sub> - P<sub>0</sub>).

## Rentabilidad

Los dividendos en efectivo no siempre representan una porción importante de esta rentabilidad sino que en determinadas circunstancias pueden incluso contribuir a la maximización de la rentabilidad de la inversión de un accionista.

La rentabilidad de las oportunidades internas de inversión con tasas superiores a la del mercado puede arrastrar a retener utilidades para financiarlas. Es común que ello traiga repercusiones sobre las expectativas de los inversionistas y se refleje en la cotización final, con lo cual las ganancias de capital toman mayor significación. Las empresas vinculadas a las ramas muy dinámicas como la electrónica y el procesamiento de datos distribuyen normalmente muy pocos dividendos en efectivo manteniendo a menudo excelentes rentabilidades con ganancias de capital. En otras ramas, en cambio, de poca evolución como, por ejemplo, tabaco la rentabilidad se mantiene fundamentalmente en base a dividendos.

Además de las oportunidades internas de inversión y su rentabilidad comparada con las tasas del mercado, son varios los factores que pueden llevar a maximizar la rentabilidad de un accionista a través de la política de dividendos.

El tratamiento fiscal de los dividendos puede, en determinado momento, aconsejar distribuir una mayor parte de los beneficios, y en otra a retenerlos.

Otro, puede ser el comportamiento de las inversiones a través de lo que se conoce como el "efecto clientela". Se señala comúnmente que los inversores suelen orientarse hacia acciones de aquellas empresas

Económicas, cargo al asesor por el Banco Interamericano de Desarrollo y la OEA. Es miembro de varias asociaciones académicas, entre ellas la American Finance Association.

Invitado por la Organización Nacional de Comercio para integrar el grupo de panelistas que analizaron los distintos aspectos del Proyecto de Ley sobre Sociedades Comerciales, enfocó allí el tema "Sociedades Anónimas-Aspectos económicos, financieros y contables".

A nuestro pedido ha elaborado la nota que se inserta en la presente edición, sobre el tema referido, donde se enfocan aspectos no abarcados en la disertación aludida.

que mejor se acompañan con sus preferencias, dentro de las cuales su postura ante la incertidumbre es un aspecto importante (en este sentido algunos pueden preferir dividendos en efectivo hoy, que mejores cotizaciones mañana, otros por el contrario prefieren reinvertir y correr mayor riesgo pero que pueda tener su contrapartida en una mayor rentabilidad en el futuro). Sin embargo, no se ha podido aún cuantificar la fuerza relativa del "efecto clientela", por lo que las empresas deben enfrentarse a menudo a accionistas con distintas preferencias que, según su importancia, pueden determinar distintas políticas de dividendos.

La rentabilidad de una inversión es función pues de varios factores. Cuando se busca maximizarla pesan de forma distinta según la empresa, el momento y los inversionistas, determinando por tanto políticas de dividendos distintas.

A pesar de lo sintético de nuestra exposición confiamos en haber transmitido la idea de que la política de dividendos y de retención de utilidades es una de las más importantes y complejas en la gestión de las empresas.

Ellas por lo común tratan de mantener rentabilidades estables, operando con distintas combinaciones de dividendos en efectivo, en acciones y ganancias de capital. En cuanto a dividendos en efectivo, cambian-tes son por lo tanto las políticas. Con lo expuesto es lógico pensar que la que se observa con menor frecuencia es la de distribuir un porcentaje fijo de las ganancias. Sobre este aspecto es recordada la experiencia que decía uno de los directores de la Penn Central Railroad (que tenía como política de distribución el 50% de la ganancia como dividendos), antes de su bancarrota: "un dólar para los accionistas y un dólar para la compañía".