



La reforma impositiva debe incluir, sí o sí, una profunda reforma en el régimen de honorarios de directores.

Por Pablo A. VAN THIENEN

I. Introducción.

El artículo 261 LGS es uno de los inventos de estas Pampas. Junto con la avenida más ancha del mundo, el dulce de leche, la yerba mate, la alpargata y el colectivo, los argentinos tenemos que sentirnos orgullosos de haber inventado un régimen legal de remuneración de directores bien autóctono y original. Ahora bien, esa originalidad no significa que sea un invento útil o eficiente. Todo lo contrario, el artículo 261 LGS es un sistema de remuneración que muy poco ha aportado al mercado desde que dio a luz en 1972 con la ley de Sociedades Comerciales 19.550 y su modificatoria ley 22.903 (1982), y la reciente reforma ley 27.077 que introdujo el nuevo código civil y comercial.

La historia de este sistema de remuneración es muy poco feliz pues sólo ha servido para encender debates dogmáticos y apasionados absolutamente vacíos de contenido práctico. El artículo 261 LGS sólo ha servido para cuestionar la

ilicitud formal de un honorario, perdiendo el foco del problema central: el exceso de honorarios cuya cara oculta es el pago de un dividendo encubierto (*"Disguised Dividend"*).

La remuneración por encima del límite legal devenga nulidad, pero lo más grave es que esta ilicitud implica dejar sin efecto la remuneración, aun cuando ésta pueda ser razonable en términos de valor de mercado. O sea, un acto jurídico razonable es al mismo tiempo ilegal. Un absurdo desde cualquier lado que se lo mire.

II. El artículo 261 y sus absurdos límites. Un límite al absurdo!

El sistema legal argentino establece que el director (ejecutivo o dominical) sólo podrá cobrar honorarios siempre que se den las siguientes condiciones necesarias: (i) que el ejercicio arroje ganancias y (ii) que los accionistas aprueben el pago de los honorarios en la asamblea anual. Pero no sólo eso, además impone al director sujetar sus honorarios a un máximo legal. Esto es, el 25% de las ganancias si los accionistas deciden distribuir toda la ganancia como dividendo o, en su caso, limitarlo al tope del 5%, si se decide reinvertir las utilidades. Este último límite también se fija para el caso de quebranto contable. Si leemos esta norma con detenimiento vemos cómo el absurdo brota por todos los costados.

Pero esto no es todo, el artículo 261 LGS no sólo dice que los honorarios están sujetos a estos condicionamientos legales sino que además incluye a los "sueldos" y toda otra "remuneración" que perciban los directores por cualquier otro concepto, incluido tareas técnico administrativas de carácter permanente. O sea, el director ejecutivo no tiene escapatoria y cualquier compensación o ingreso que perciba como consecuencia de su función y las responsabilidades asumidas, estarán alcanzadas por dichos límites legales.

Muchos autores han visto en este dispositivo normativo una suerte de *"Robin Hood Criollo"* donde limitar o privar al director de sus honorarios tendría por efecto necesario beneficiar a los accionistas minoritarios quienes lograrán hacerse

de la renta del capital vía dividendos, evitando con este límite el desvío de renta por honorarios exorbitantes. Nada más alejado de la realidad! Nada más absurdo!

El mencionado límite jamás funcionó bien; y no funcionó bien en ningún ámbito pues la propia norma contiene la válvula de escape en el 4to párrafo del artículo 261 LGS que faculta a la asamblea ordinaria aprobar el exceso. Y entonces?

En el modelo empresario de capital concentrado donde los accionistas de control son a su vez los principales ejecutivos, el 4to párrafo viene como anillo al dedo pudiendo aquellos exceder los límites sin mayores tropiezos. Siendo esto así, para qué los límites? El régimen legal no sólo es absurdo sino que, además, posee una alta dosis de hipocresía.

III. El honorario de director como gasto operativo.

Nadie puede poner en entredicho que el honorario del director forma parte de los gastos operativos que una empresa necesita para funcionar. La naturaleza jurídica, contable, impositiva y financiera del honorario es igual a la de cualquier otro proveedor. El honorario del director no escapa esta lógica económica y financiera.

Digo esto pues en la arquitectura del artículo 261 LGS se observa la siguiente idea matriz: el honorario del director es un “dividendo encubierto”. En efecto, basta repasar la norma para advertir “entre líneas” que el honorario se suma a la base de cálculo de la “ganancia computable” para determinar el límite legal. Esto quiere decir lo siguiente: en la mirada del legislador el honorario es renta del capital que debe ser distribuida entre los accionistas, pero que se la apropian los directores. A mi modo de ver una mirada ciertamente prejuiciosa (por no decir esquizofrénica) sobre cómo funciona y cómo opera el honorario del director en las empresas.

Está claro que el límite legal no ha servido para ponerle límite al exceso.

Está claro que el honorario de director compensa la función del cargo; o sea, es la renta del trabajo, o si se quiere la renta por cumplir una función dentro de un

órgano societario; y aquí no importa si nos enrolamos en la teoría del órgano o la teoría del mandato. Nadie pone en entredicho que el honorario es la renta del trabajo puesto a disposición por el director en favor de la organización. A nadie se le escapa que el honorario es la causa por la cual alguien decide incorporarse a un directorio. Ninguna persona sensata puede creer que un director trabajará asumiendo el riesgo de no cobrar, tal como lo han sostenido varios jueces del foro comercial, en una suerte de Teoría del Riesgo donde el director ejecutivo asume los mismos riesgos empresarios que el accionista. El director está inmune de ese riesgo, incluso, el director que reviste el carácter de socio de control.

El tema es mucho más simple: el honorario de director es un costo operativo y como tal no puede estar sometido a límites legales caprichosos y absurdos. El honorario es el incentivo económico por el cual un ejecutivo decide incorporarse a una empresa formando parte del máximo órgano de administración. El honorario es la herramienta que tienen los dueños del capital para incentivar a sus *managers* a crear valor alineando los intereses de los ejecutivos con los de los accionistas (*“Agency Theory”*).

Esta lógica también funciona con los directores (accionistas) quienes, dado el doble carácter de socio y administrador tienen los incentivos económicos puestos para crear valor gracias a ese doble carácter. Si el accionista (director) se remunera en exceso expropiando derechos, está actuando con interés contrario debiendo abstenerse de vota (vid., artículo 248 LGS). Si no se abstiene, el propio sistema legal tiene la solución: debe resarcir daños.

Con esto digo que el honorario en exceso de mercado tiene su solución en el artículo 248 LGS por ser dicho honorario un acto en interés contrario. Allí está el verdadero control del abuso; y no en un absurdo límite legal caprichoso y sin sentido.

IV. El honorario de director como gasto deducible del impuesto a las ganancias.

En línea con los límites del artículo 261 LGS observamos que la ley del impuesto a las ganancias cayó en la misma trampa del legislador societario creando todo un andamiaje legal y reglamentario que poco agrega a la sensatez del sistema, echando más leña al fuego.

Fijar un tope legal por año fiscal para cada director (\$12.000) o, en su caso el 25% de la ganancia computable, el que fuera mayor no puede escapar al asombro de nadie.

Como el perro que se muerde la cola nos encontramos girando en torno a un marco legal y reglamentario que poco ayuda a darle racionalidad a un modelo legal agotado, vetusto y poco creíble.

Está claro que fijar un límite al gasto beneficia al fisco pues su contrapartida es ampliar la base imponible del impuesto en cabeza de las sociedades. Pero en este tira y afloje lo que no podemos perder de vista es la racionalidad del sistema y cómo lo adecuamos a un modelo de gobierno corporativo moderno y transparente. Sin duda, el pago de honorarios a directores y sus incentivos económicos y fiscales forman parte vital de las normas de *Corporate Governance* exigidas por la OECD, organismo del cual nuestro país forma parte.

Carece de absoluta sensatez ponerle un límite arbitrario al honorario del director (como gasto deducible), cuando todos sabemos que dicho gasto operativo está claramente destinado a mantener y conservar la fuente. Y esta es la regla que fija la ley del tributo, como principio rector para admitir la deducibilidad de cualquier erogación. No puede haber sospecha alguna de que la remuneración del director encaja perfectamente en este principio basilar de la ley de impuesto a la renta.

Incluso, aun desde la perspectiva contable observo que el honorario de director es un gasto operativo reconocido en el cuadro de resultados (o cuadro de ganancias y pérdidas). Siendo esto así vale la pena preguntarse: ¿por qué y para qué ponerle un límite legal?

V. Por qué y para qué ponerle un límite legal?

Fuera del debate dogmático en la que se ha visto envuelto una parte significativa de nuestra doctrina y algunos jueces comerciales, no encuentro razón válida para ponerle un límite a este costo operativo. Más cuando dicho límite es fijado en función de pautas absolutamente arbitrarias; entre ellas: (i) que representen un porcentaje de la ganancia del ejercicio; (ii) que existan ganancias, (iii) que el porcentaje varíe en función de la política de dividendos, (iv) que los accionistas decidan pagar dividendos y (v) que los accionistas decidan aprobar el pago de honorarios.

Que el sistema atenta contra el propio sistema no hay duda. No hay en la faz de la tierra norma comparable al artículo 261 LGS. Incluso nuestros hermanos uruguayos que han copiado textualmente nuestro artículo 261 LGS han tenido la inteligencia de hacer un cambio sutil: *“excluido sueldos”*. Con esta pequeña alteración dejaron el límite legal en letra muerta sellando la discusión de un debate vacío de contenido. En cambio, nosotros, casi medio siglo después de sancionada la ley 19.550 seguimos aplicando una norma que carece de absoluto sentido práctico y cuyo único logro ha sido generar un dispendio jurisdiccional innecesario. Está claro que el modelo del artículo 261 LGS no ha servido para ponerle límite al abuso.

Todo lo contrario, giramos en torno a deficiencias legales y formales que no conducen a nada; salvo alimentar el ego de ciertos letrados.

VI. El sistema es perverso: beneficia a los capitanes de la industria y perjudica a las empresas pymes familiares y emprendedores.

Basta revisar los balances de sociedades cotizadas para darnos cuenta que, salvo casos patológicos y aislados, las grandes empresas no tienen necesidad de acudir al límite del artículo 261 LGS. Esta norma se torna inútil para este tipo de empresas pues la magnitud de sus ganancias permite remunerar sin alcanzar los

límites legales. Se imagina usted al presidente de YPF SA, al presidente de Globant SA, o MercadoLibre.com SA; empresas con cotización en el NYSE y con valor de mercado de varios miles de millones de dólares, sometidos al escarnio del artículo 261?

En cambio, cuando nos focalizamos en la realidad pyme de la empresa familiar donde el director suele ser el accionista, observamos que el artículo 261 LGS se aplica con crudeza implacable siendo por lo tanto caldo de cultivo para el conflicto societario; y más grave; sin posibilidad de deducir el gasto en el impuesto a la renta.

En definitiva, mientras los capitanes de la industria se pagan honorarios acorde al valor de mercado ("*Fair Market Value*") y deduciendo el 100% de dicho honorario de la base imponible del impuesto a las ganancias, la empresa pyme familiar se encuentra en absoluta desventaja frente al fisco y para colmo amenazado por sus propios accionistas minoritarios.

VII. El límite debe ser de mercado (y no legal).

Efectivamente, el límite debe encontrarse en el precio de mercado y es aquí donde el honorario del manager encuentra su precio de equilibrio. Es en este contexto donde la remuneración del director no escapa al escrutinio de los jueces, del fisco y de los socios. El "valor de mercado" es el mojón donde fijar la racionalidad del honorario y por lo tanto, todo exceso a dicho "valor de mercado" debería ser considerado como "dividendo encubierto", "abuso" u operación de "Tunneling".

El valor de mercado implica que el exceso debe computarse como ganancia grabada en cabeza del director (3ra categoría), y como gasto no deducible en cabeza de la sociedad.

Cómo encontrar el precio razonable? Veamos cómo lo resolvieron los Tribunales Fiscales en los Estados Unidos de Norteamérica donde se crearon dos teorías de razonabilidad: (i) Teoría del Inversor Independiente y (ii) Teoría de los Factores Múltiples. Analicemos cada una:

- (i) *The “Hypothetical Independent Investor Test”*. El caso: *“Exacto Spring, Inc”* (7th Circuit Tax Court).

El caso *“Exacto Spring, Inc”* vale la pena traerlo como mojón por tres motivos: (i) es un fallo dictado por el prestigioso e influyente juez Mr. Richard Posner, (ii) marcó un quiebre en la jurisprudencia norteamericana y (iii) nos puede servir de antecedente para ponerle algo de cordura a nuestro modelo “perverso”.

El caso *“Exacto Spring”* no dista demasiado de la realidad local. Se trata de una empresa cerrada familiar donde uno de sus accionistas se reguló honorarios (sueldo más *“performance bonus”*) que, a la luz del órgano recaudador de impuestos (Internal Revenue Service – IRS) lucía excesivo. Siendo esto así, el IRS hizo una determinación de oficio obligando a la sociedad Exacto Spring abonar el impuesto a las ganancias por el monto de honorarios deducidos como gasto en exceso del valor razonable de mercado por los servicios prestados por el director (*“Reasonable market value for services rendered”*).

Pero el problema al que se enfrentaba el juez Posner fue, precisamente, determinar con justicia cuál es la “razonabilidad” del honorario y dónde encontrarla. Es aquí donde el juez Posner innova trayendo como solución (luego seguida por varios tribunales del circuito) la fórmula del “Test del Inversor Independiente” o “Hypothetical Independent Investor Approach”. Bajo esta tesis el juez Richard Posner intentó encontrar la razonabilidad del honorario pagado por la sociedad al director, y sobre este test determinar cuál sería el exceso. Y la fórmula es bien simple: cuál es la tasa de retorno sobre la inversión (ROE) que un inversor independiente estaría dispuesto a esperar si invirtiera capitales en Exacto Spring.

En función de este test el juez Richard Posner concluye que si la tasa de retorno de Exacto Spring es inferior a la rentabilidad esperada por un inversor independiente (e hipotético) entonces estaríamos frente a una situación de honorario irrazonable. En efecto, para el juez Richard Posner si la rentabilidad que genera Exacto Spring es menor a la que esperaría cualquier inversor (independiente), esto significa que el accionista (director) se está llevando a su

casa un monto igual a “dividendo” (“*Disguised Dividend*”) en una típica maniobra de “Tunneling”. Siendo esto así, el exceso de honorarios se lo considera renta del capital y por lo tanto grabado en cabeza del beneficiario; aumentando la base imponible para el impuesto a las ganancias en cabeza de Exacto Spring.

En el test aplicado por el juez Richard Posner subyace el siguiente razonamiento: el propietario y director de un empresa cerrada familiar buscará que su empresa genere una renta sobre el patrimonio (*ROE – Return Over Equity*) lo suficientemente atractiva como para captar la atención de algún inversor (hipotético) que desee comprarla.

En nuestro entorno la situación no difiere demasiado del test aplicado por el juez Richard Posner. Es común observar, en operaciones de M&A de empresas familiares locales, cómo los valuadores incluyen como renta del inversor hipotético los honorarios en exceso extraídos por la familia a la hora de remunerar sus servicios. El valuador toma un parámetro de mercado (costo de oportunidad) tomando el exceso como renta del negocio, conocido también como “*Free Cash Flow*” para los accionistas. O sea, Posner no está herrado con su test!

(ii) *The Multifactor Test.*

Analicemos el siguiente párrafo: “*The Multifactor Test has been followed and applied by most of the Tax Courts when reviewing the reasonableness of executive compensation in closely held firms. In 1999, the Sixth Circuit decided the Alpha Medical, Inc case by applying nine factors in order to reach reasonableness, such as: (i) the employee’s qualification, (ii) the nature, extent and scope of the employee’s work, (iii) the size and complexities of the business, (iv) a comparison of salaries paid with gross income and net income, (v) the prevailing general economic conditions, (vi) comparison of salaries with distribution to stockholders, (vii) the prevailing rate of compensation for comparable positions in comparable concerns, (viii) the amount of compensation paid to the employees in previous years, and (ix) the salary policy of the taxpayer as to all employees. The Court also held that “what is reasonable to the entrepreneur/employee often may not be reasonable to the tax collector”*”

El criterio de los Factores Múltiples para determinar la razonabilidad de un honorario es frecuentemente utilizado por los tribunales fiscales norteamericanos para precisar el exceso de la compensación anual, tomando como punto de referencia el valor de mercado por los servicios prestados. La jurisprudencia ha ido evolucionando sumando múltiples factores. En un principio fueron cinco (5), luego se ampliaron a siete (7) y hoy son nueve (9).

El juez Richard Posner fue muy severo y crítico con el Test de los Factores Múltiples en estos terminos: *“the Multifactor Test invites the Tax Courts to set themselves as super personnel departments for closely held corporations, a role unsuitable for courts. The Multifactor Test invites the Tax Court to decide what the taxpayer’s employee should have earned as salary on the basis of the judge’s own ideas of what jobs are comparable, what relation an employee’s salary should bear to the corporation’s net earnings, what type of businesses should pay abnormally high (or low) salaries, and so forth. Tax Courts are not equipped by training or experience to determine the salary of corporate officers, no judge is”*.

Más allá de las críticas formuladas por Richard Posner, el test de los Factores Múltiples es frecuentemente aplicado por los tribunales fiscales de los Estados Unidos de Norteamérica; sin descuidar que el test del Inversor Hipotético ha logrado una importante adhesión entre los tribunales fiscales de los diferentes circuitos.

VIII. Es posible la solución de mercado bajo el derecho argentino?

La incoherencia de nuestro modelo llega al extremo que la propia CNV ha fijado para los directores de sociedades cotizadas un criterio muy parecido al test de los Factores Múltiples, pero olvidando la CNV que más allá de esos parámetros de razonabilidad, el pago de honorarios siempre se rige por los límites legales del artículo 261 LGS. Una norma administrativa de carácter reglamentario no puede modificar una norma legal. Esto quiere decir que el honorario de un director de una sociedad cotizada puede ser “razonable” bajos las Normas de la CNV y al

mismo tiempo ilícita bajo la Ley General de Sociedades. Más absurdo aún, irrazonable bajo las Normas CNV pero lícita bajo la ley. Semejante incoherencia nos debe llevar a la reflexión. Semejante contradicción pone de manifiesto que el modelo actual debe ser modificado de cuajo y, sin duda, la próxima reforma a la ley de impuesto a las ganancias debe ser una oportunidad.

En mi opinión, los criterios de razonabilidad aplicado por los tribunales fiscales norteamericanos son aplicables entre nosotros; ya sea que utilicemos el *Multifactor Test* o el *Hypothetical Investor Test*; ambos pueden ser de suma utilidad para que el fisco determine cuál es el honorario razonable.

Usted podrá replicar que mi propuesta busca importar modelos teóricos inaplicables para nuestro entorno empresario y judicial. A este cuestionamiento respondo con énfasis: es la excusa perfecta para mantener el *status quo* y no cambiar!

El modelo que nos rige desde hace cuarenta años muestra evidentes signos de agotamiento y, para colmo, absolutamente descalzado del mundo global; no hay en las economías desarrolladas del globo un sistema parecido al nuestro poniendo a la Argentina en un lugar de completo aislamiento en términos de Gobierno Corporativo y transparencia en la gestión.

Insisto con este concepto: el límite al honorario no pasa por un límite legal arbitrario y absurdo sino por el límite impuesto por el valor de mercado por los servicios prestados. No puede haber otro!

IX. Algunos modelos coherentes (Brasil, Chile, México, Uruguay, España, Francia, Italia y otros).

Para darnos cuenta de lo alejados que estamos del mundo en este tema vale la pena mirar más allá de nuestras fronteras y, en particular, los países de América Latina. Brasil es un buen ejemplo a seguir. El modelo de este país es muy simple: el valor de los honorarios debe ser de mercado según las habilidades, funciones y antecedentes profesionales del candidato. Simple! El modelo chileno prevé la

incorporación de los honorarios en los estatutos societarios o, en su caso, lo fija la asamblea de accionistas. En México la fórmula es parecida: la asamblea fija anualmente la remuneración de los directores. Uruguay, siguen un modelo parecido al nuestro, pero excluyendo sueldos; por lo tanto no hay límites. O sea, en ninguno de estos modelos “latinos” hay límites legales al pago de honorarios; más allá del límite de mercado.

En el Derecho Continental Europeo observamos que tanto en España como en Francia e Italia, el modelo es muy parecido al de Chile, Brasil, Uruguay o México.

Bajo el sistema del *Common Law* (EEUU, Gran Bretaña, India, Australia, Nueva Zelanda) observamos que el modelo está absolutamente alineado con el Derecho Continental Europeo y el Latinoamericano. O sea, basta revisar ambos modelos legales (el *Common Law* y el Sistema Codificado Francés) para advertir que en esta materia estamos completamente aislados y caídos del planeta.

X. Propuesta posible.

El artículo 261 LGS, primer párrafo dice así: *“El estatuto podrá establecer la remuneración del directorio (...); en su defecto, la fijará la asamblea o el consejo de vigilancia (...).”*

A mi modo de interpretar esta norma, el primer párrafo habilita a los dueños del capital fijar en el contrato societario el monto máximo de remuneración del directorio. Bajo este esquema contractual la aprobación de los honorarios no precisa del posterior *placet* de la asamblea de accionistas. Habiendo los propietarios del capital fijado en los estatutos el monto máximo de honorarios, parece innecesario someter ese pago a la aprobación de la asamblea cuando han sido los propios accionistas (los dueños del capital) quienes han acordado el monto máximo de ese costo operativo.

Si los dueños del capital deciden fijar en los estatutos societarios el monto máximo de la remuneración por todo concepto, incluido sueldos y otras remuneraciones en función de comisiones especiales o tareas técnico administrativa de carácter permanente, parece inútil e innecesario someter

dichos honorarios a límites legales, cuando han sido los propios inversores quienes han decidido fijar el monto máximo de honorarios como costo operativo del negocio, se paguen o no, dividendos.

Son los propios inversores quienes deciden reducir la renta del capital invirtiendo parte de esa renta en el management. No importa si la sociedad cotiza sus acciones en bolsa, o es una empresa pyme familiar.

Un dato no menor: existe entre nosotros doctrina y jurisprudencia que entiende que si los honorarios los “fija” el consejo de vigilancia, no se deben aplicar los límites legales. Partiendo de esta interpretación doctrinal y jurisprudencial podemos concluir lo siguiente: si no se aplican los límites cuando el honorario lo fija el consejo de vigilancia menos aun cuando lo fijan los socios por pacto estatutario.

Nota a modo de aclaración: no podemos dejar de observar que para nuestro sistema legal, la asamblea opera como sistema residual de aprobación. En efecto, el artículo 261 LGS expresamente fija la siguiente regla: si los honorarios no están fijados en el estatuto, los debe fijar la asamblea; ergo, estando los honorarios fijados en los estatutos no sería necesario pasar nuevamente por la asamblea para aprobarlos. Siendo esto así, está claro que no se aplican los límites del artículo 261 LGS. Esto quiere decir que los límites de ley sólo funcionan cuando el honorario es sometido a consideración de los socios, en cada ejercicio anual.

XI. Conclusiones preliminares.

Está claro que el modelo de remuneración de directores debe ser revisado íntegramente desde ambos puntos de vista, el societario y el tributario pues ambos deben guardar coherencia y ser sistemáticos.

Está claro que los límites del artículo 261 LGS no han servido para ponerle límite al costo impositivo de un honorario excesivo; y por lo tanto al abuso siendo el costo impositivo el único incentivo real que sirve para alinear las conductas de los socios de control con los intereses de la sociedad.

Una reforma a la ley del impuesto a las ganancias buscando gravar el honorario que exceda el valor de mercado obligaría a los jueces a una profunda revisión e interpretación del artículo 261 LGS dándole mayor coherencia a todo el sistema.

Son los costos económicos, y por lo tanto el costo de oportunidad, lo que incentiva a los operadores de mercado a conducirse de una u otra manera. Si el riesgo de pagar honorarios en exceso es alto y costoso, están los incentivos económicos puestos en el lugar adecuado para que el honorario tienda a ser “de mercado” beneficiando a los inversores y accionistas minoritarios.

Por lo tanto los costos fiscales de un honorario en exceso del valor de mercado es el remedio para minimiza o evitar conductas oportunistas y expropiatoria de los socios de control (“*Insiders*”) dando por tierra con un límite legal absurdo que se ha mostrado impotente frente a esta realidad.