

**CSDT**

controle social e  
desenvolvimento territorial

control social y  
desarrollo territorial

ISSN 2527-1253 V.8, N.6, Jan-Jul 2020

**ESTRUCTURACIÓN DE CAPITAL EN EMPRESAS  
COOPERATIVAS COMERCIALES: UNA INTERPRETACIÓN  
ECONÓMICA A LAS RESERVAS INDIVISIBLES DE CAPITAL  
DESDE LA TEORÍA DEL ORDEN JERÁRQUICO**

María Eugenia Fernández<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Economista y Contadora Pública de la UNRC. Integrante del proyecto de investigación: "Una aproximación al estudio de la Economía Popular y Solidaria desde la lógica de coproducción de conocimientos aplicados" Facultad de Ciencias Económicas - Universidad Nacional de Río Cuarto

## RESUMO

O presente trabalho aborda o problema da estruturação de capital nas Empresas Cooperativas Comerciais, com ênfase especial no papel que as Reservas de Capital Indivisíveis assumem em sua composição patrimonial. Nesse contexto, em primeira instância, as diferentes arestas da discussão são apresentadas teoricamente, para posteriormente adaptar os postulados da Teoria da Ordem Hierárquica à natureza desse tipo de assinatura - argumentando fundamentalmente, sobre os benefícios analíticos derivados de assumi-la. decisão metodológica. Além disso, a interpretação microeconômica do problema de financiamento de uma empresa cooperativa é apresentada com base em um modelo baseado na teoria dos jogos, onde são analisadas as melhores respostas de cada agente para uma interação hipotética entre uma empresa cooperativa (racionalidade cooperativa) e um investidor externo (racionalidade do mercado). Finalmente, o artigo apresenta uma proposta de teste empírico, levando em consideração os critérios de exposição contábil estabelecidos nos regulamentos atuais, ilustrando a metodologia baseada na análise particular de uma Empresa Cooperativa de Serviços Públicos.

**Palavras-chave:** Empresa Cooperativa - Estruturação de Capital - Teoria Hierárquica da Ordem - Reservas de Capital Indivisíveis

## ABSTRACT

The present work addresses the problem of capital structuring in Commercial Cooperative Companies, with special emphasis on the role that Indivisible Capital Reserves assume in their patrimonial composition. In this context, in the first instance, the different edges of the discussion are presented theoretically, to subsequently adapt the postulates of the Pecking Order Theory to the nature of this type of signature - fundamentally arguing, on the analytical benefits derived from assuming it methodological decision. Additionally, the microeconomic interpretation of the financing problem of a Cooperative Company is presented based on a model based on Game Theory, where the best responses of each agent for a hypothetical interaction between a Cooperative Company (cooperative rationality) and an investor are analyzed external (market rationality). Finally, the paper presents an empirical testing proposal taking into account the accounting exposure criteria established from current regulations, illustrating the methodology based on the particular analysis of a Public Services Cooperative Company.

**Keywords:** Cooperative Enterprise - Capital Structuring - Pecking Order Theory - Indivisible Capital Reserves

## RESUMEN

El presente trabajo aborda la problemática de estructuración de capital en Empresas Cooperativas Comerciales, haciendo especial hincapié en el rol que asumen dentro de su composición patrimonial las Reservas Indivisibles de Capital. En este marco, en una primera instancia procede a presentar teóricamente las distintas aristas de la discusión, para posteriormente adaptar los postulados de la Teoría del Orden Jerárquico a la naturaleza de este tipo de firmas -argumentando fundamentalmente, sobre las bondades analíticas derivadas de asumir ésta decisión metodológica-. Adicionalmente, se presenta la interpretación microeconómica del problema de financiamiento de una Empresa Cooperativa a partir de un modelo cimentado en Teoría de Juegos, donde se analizan las mejores respuestas de cada agente para una interacción hipotética entre una Empresa Cooperativa (racionalidad cooperativa) y un inversionista externo (racionalidad de mercado). Finalmente, el trabajo presenta una propuesta de testeo empírico tomando en consideración los criterios de exposición contable establecidos a partir de las normativas vigentes, ilustrando la metodología a partir del análisis particular de una Empresa Cooperativa de Servicios Públicos.

**Palabras claves:** Empresa Cooperativa - Estructuración de Capital - Teoría del Orden Jerárquico - Reservas Indivisibles de Capital

## Introducción

Desde mediados del siglo XX en adelante, los mercados financieros concentraron el protagonismo en el mercado de crédito y financiamiento en las economías capitalistas. En especial, el crecimiento exponencial en el uso de derivados financieros y el libre flujo de capitales entre los distintos países, hizo posible una tendencia que derivó en la concentración de los recursos económicos en manos de grandes empresas que se acogen a mecanismos de gobernanza propuestos por el modelo anglosajón, donde la propiedad, la gestión y el control adquieren una entidad de análisis particular, y una racionalidad de gestión propia.

En este contexto, impulsada por la revolución tecnológica y el dinamismo del enfoque microeconómico emergió un área de estudio denominada Finanzas Corporativas, la cual se propuso brindar explicaciones sobre el comportamiento financiero de las grandes empresas transnacionales -léase, entes económicos abiertos al mercado de membresía-. La difusión generalizada de estructuras empresariales jerárquicas, junto con un marco institucional que promueve la compra y venta de acciones a un bajo costo dinamizó el flujo de capitales y derivó en la consolidación de una línea de investigación que surgió a partir de interrogantes claves sobre el gobierno de la empresa, especialmente: ¿cuál es el tamaño óptimo?, ¿cuál es el nivel de apalancamiento eficiente y aceptable?, ¿qué capacidad de control real poseen los inversionistas sobre las decisiones de gestión asumidas por los gerentes?, ¿qué incentivos económicos y extraeconómicos promueven que los gerentes alinien sus intereses con la maximización del beneficio de la empresa?, ¿qué reglas y rutinas mejoran la productividad

de los empleados? Gomez Aparicio (2003), Terreros (2007), Navarra (2009)

En los enfoques seminales que dan origen al estudio de la estructuración del capital, se supone que cuando el Estado no tiene injerencia en la vida de la empresa los aspectos financieros y de gobernanza son independientes (Modigliani-Miller, 1988). Sin embargo, a partir de la obra de Myers (1984) se logra poner en relieve el rol que asume la estructura patrimonial de la gran empresa al momento de definir su carga impositiva -Teoría del Trade Off-, como también así la conducta económica que asumirá cada uno de los usuarios (tanto internos como externos). De forma breve, es posible afirmar que este último enfoque considera que para cada firma existe un nivel de endeudamiento óptimo también llamado, apalancamiento de equilibrio- que surge de tomar en consideración dos categorías de análisis: los beneficios impositivos de financiarse con fuentes de terceros (especialmente, como consecuencia de la deducción del Impuesto a las Ganancias), y los costos del estrés financiero y de gobernanza provocado por el crecimiento de la deuda.

La Teoría del Trade Off es la teoría que goza de mayor aceptación dentro de la comunidad académica, motivo por el cual ha servido de fuente de inspiración para la definición de estrategias financieras y reglas de procedimiento que rigen las relaciones intrafirma en la gran empresa. Al respecto, los trabajos de Toledo Rodriguez, J. (mimeo), Vargas Sanchez, A. (2014), ponen en consideración el amplio potencial empírico que ha experimentado esta teoría para predecir el comportamiento financiero y la estructura interna de las grandes empresas. Sin embargo, desde el plano metodológico

sus pretensiones de generalidad y ubicuidad son sometidas a discusión cuando se pone en relieve la diversidad de formas y tamaños que adquieren las organizaciones.

Las Empresas Cooperativas (EC) se convierten en el más claro contraejemplo emergente de la realidad social, pues en su afán de proteger su identidad y las relaciones entre sus miembros, deciden cerrarse (con distintos grados de intensidad) al mercado financiero, anulando por defecto el desarrollo de un potencial mercado de membresía. Adicionalmente, corresponde reconocer que detrás de la trayectoria histórica de cada una de este tipo de empresas, subyace un objetivo compartido, una lógica de interacción con el territorio, cuya esencia no puede ser capturada desde la lógica contractual.

El presente trabajo, sobre la base de la dicotomía conceptual existente entre firma abierta (gran empresa) y cerrada (firmas no convencionales), y tomando en consideración que las EC surgen con la finalidad de priorizar la satisfacción de necesidades colectivas, se propone discutir teóricamente y diagramar mecanismos de contrastación empírica de abordajes alternativos que adaptados a la lógica de la empresa horizontal, los cuales prima facie poseen potencial para analizar de forma integral la lógica de funcionamiento organizacional y financiero de la EC.

A los fines de dar cumplimiento con lo propuesto, se procede a organizar el trabajo de la siguiente manera: en una primera instancia se realiza un análisis de las principales publicaciones que a criterio de la autoría del presente trabajo contribuyen a abordar la problemática, posteriormente una vez hecha explícita la estructura de capital que convencionalmente asumen las EC, se presentan un conjunto de argumentos

a partir de los cuales se concluye sobre la conveniencia metodológica de abordar su estudio bajo la óptica de un esquema de preferencias orientado hacia fuentes de financiamiento propias e indivisibles bajo la forma de Reservas Indivisibles de Capital (RIC) -léase, la Teoría del Orden Jerárquico (TOJ)-. Luego, se avanza de la discusión conceptual hacia la problematización y formalización de las principales hipótesis haciendo uso de la Teoría de los Juegos. Finalmente, se procede a proponer un estudio empírico sobre las bases de los estados contables y las normativas legales, el cual es ilustrado a partir de un análisis de una EC Comercial en perspectiva comparada a la racionalidad del mercado y del sector.

Gobernanza y estructuración del capital en firmas no convencionales: el caso particular de la Empresa Cooperativa.

En las EC las decisiones de inversión, financiamiento y control no se encuentran escindidas, ni corresponden ser asociadas en abstracto con conductas ejercidas por agentes económicos diferentes. Por el contrario, la gobernanza interna de la firma horizontal corresponde ser problematizada a partir de complejas tensiones económicas y políticas que se originan a partir del solapamiento de distintas decisiones sobre los mismos actores, donde el excedente intenta erigirse como la fuente objetiva de satisfacción de necesidades colectivas. En otras palabras, la maximización del excedente no es capaz de resumir los diversos objetivos individuales y colectivos de sus integrantes.<sup>2</sup>

Al lograr enfatizar sobre la existencia de múltiples aristas que definen el problema

<sup>2</sup> Los Principios Cooperativos propuestos por la Alianza Cooperativa Internacional, referencia: (ACI, 1996), permiten reconocer características particulares de las EC.

de gobernanza de la EC, en paralelo se hace posible vislumbrar los límites que presentan los distintos enfoques provenientes de las Finanzas Corporativas<sup>3</sup>, los cuales tienden a aseverar que “la óptima estructura de capital es la que logra un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento y por tanto maximiza el precio de la acción” (Weston y Brigham, 1995, p. 475); concretamente, la construcción y defensa del modelo anglosajón de firma y la presuposición, aún de forma implícita, sobre la existencia de un eficiente mercado de membresías ha impulsado a la literatura a definir recomendaciones de política empresarial que enfatizan sobre la existencia de una estructura financiera óptima que permite maximizar el valor de mercado de la empresa, minimizar el costo de la acción, y asegurar la maximización del valor de las unidades de capital.

En este contexto, el hecho de que los miembros de la EC decidan a partir de los fundamentos de la autogestión adoptar una estructura de gobernanza cerrada y aun así logren sobrevivir en el mercado, facilita la posibilidad de discutir la pretendida ubicuidad del modelo anglosajón, como también así abandonar ciertos preconceptos que llevan a suponer que éstas se encuentran sometidas a lógicas de gobernanza arbitrarias e ineficientes.

La TOJ desarrollada para comprender y predecir el comportamiento económico de firmas de naturaleza cerrada, posee a criterio de la autoría del presente trabajo potencial analítico para estudiar la naturaleza de la EC. En efecto, al partir de las premisas que a) no se persigue únicamente la maximización del beneficio; como también así que, b) el valor

de la firma no depende exclusivamente de la eficiencia de los acuerdos y contratos que la definen, éste abordaje postula que la calidad de la fuente de financiamiento importa y define a los integrantes de la empresa.

Al poner en relieve que la EC no instrumenta un mercado de membresías, y se muestra reticente a facilitarle grados de control a terceros, la obra de Myers y Majluf (1984) se convierte en un faro analítico para describir la marcada preferencia que muestran los cooperativistas hacia ciertas fuentes de financiamiento. Concretamente, la tendencia que evidencian las EC hacia la constitución de RIC que se acrecentan a partir de excedentes no distribuidos en el tiempo lleva a suponer que se cumple con la hipótesis refutable de la TOJ, la cual puede ser enunciada de la siguiente manera: “primero se prefieren los fondos internos (los que surgen de las ganancias provocadas por la compañía), luego opta por los fondos externos provenientes de la emisión de deuda y por último, si la insuficiencia de capital así lo requiere, concurrirá al mercado de capitales (emisión de acciones).” (Myers y Majluf, 1984, p.187, traducción del autor)

En el caso particular de las EC, la lógica que posiciona lo colectivo sobre lo individual fuerza no solo a priorizar las fuentes propias por sobre las de terceros sino que adicionalmente conlleva una práctica que prioriza el capital indivisible por sobre el divisible. Es decir, las RIC desde una interpretación sustentada en la línea de la TOJ ofician a modo de barrera protectora para posibles acciones de los cooperativistas sustentadas en la lógica individual, las cuales de generalizarse poseen el potencial para generar una crisis de desmutualización.

<sup>3</sup> Para una lectura de los enfoques teóricos de las Finanzas Corporativas se recomienda: (Copeland y Weston, 1992), (Brealey y Myers 1993), (Brealey, Myers y Allen, 2010)

**Estructura de capital de Empresas Cooperativas: marcos normativos y conducta empresarial**

La concepción filosófica cooperativa que subsume las relaciones de propiedad a las relaciones humanas, comunitarias y asociativas, influye de manera determinante en la definición del capital de la EC<sup>4</sup>. En efecto, a diferencia de la firma estándar el capital de las firmas autogestionadas se compone tanto de capital social nominal como de reservas, mostrando de alguna manera las tensiones naturales que se producen entre el interés individual y el colectivo.

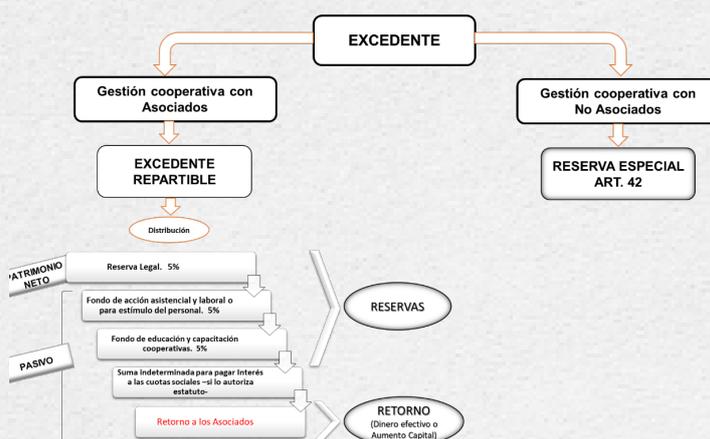
Tal como acontece en la firma estándar el capital nominal es siempre divisible, quedando sujeto a las reclamaciones individuales de cada uno de los asociados tanto durante el desarrollo en la etapa de vida de la empresa, como también así en caso de disolución una vez satisfechas las demandas de fuentes de terceros -a pesar que, en la mayoría de los países la normativa impone un límite de extracción con la finalidad de que no comprometa la liquidez de la EC-. Por otra parte, las reservas -según su tipo y motivo de conformación- pueden ser divisibles o indivisibles; las primeras responden a una lógica similar a la del capital social nominal, mientras que en el caso de las segundas no existe posibilidad alguna de apropiación individual aún en el caso de disolución de la firma.

En Argentina la Ley de Cooperativas N°20337 establece los criterios técnicos a través de los cuales corresponde asignar los excedentes que produce este tipo de firmas, tal

4 Los Principios Cooperativos, especialmente los referidos al Control democrático y la Participación económica de los miembros inciden a la hora de optar por una determinada estructura financiera, y en la generación y reparto de excedentes.

como lo indica la Ilustración 1. Concretamente, el excedente producido por operaciones con no asociados se destina a RIC; mientras que el producido por operaciones vinculadas a los asociados deviene en Excedente Repartible, el cual se asigna siempre conforme un orden establecido por la normativa vigente<sup>5</sup> (ver Ilustración 1): en primer lugar, se destina a conformar reservas que se individualizan en los balances según el destino específico que se le asigne, luego en el caso de existir un remanente, el cual recibe el nombre de Retorno a los Asociados, la ley admite que la Asamblea decida entre capitalizarlo o distribuirlo.

**Ilustración 1:** Distribución de Excedentes.



Fuente: Elaboración propia.

El marco normativo específico para este sector, adquiere cierta singularidad a partir de: a) porcentajes mínimos exigidos de destino del Excedente Repartible, y la posibilidad a la Asamblea de aumentar dichos

5 (Ley 20337, 1973), (Resolución técnica N°24: Aspectos particulares de exposición contable y procedimientos de auditoría para entes cooperativos - Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, 2008), (Resolución técnica N°27: Normas Contables Profesionales: Modificaciones a RT n°24 - Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, 2009).

porcentajes para constituir reservas; b) las reservas son por definición indivisibles, y c) en caso de liquidación, si existe sobrante patrimonial, éste pasa al fisco nacional o provincial, según el lugar donde tenga su domicilio legal la cooperativa, para promoción del cooperativismo.

La evidencia empírica pone en relieve cierta regularidad emergente de la conducta de las EC, las cuales generalmente no distribuyen el Retorno a los Asociados con motivo de asignarlo a incrementar las RIC. Desde el punto de vista del análisis económico, éste hecho puede ser reinterpretado como la materialización de una conducta deliberada ejercida por los integrantes de las EC, quienes dado el marco de situación y la estructura de gobernanza de la empresa deciden constituir y acrecentar recursos no repartibles a los fines de adquirir una mayor resiliencia financiera, como también así autofinanciar sus propios proyectos.

Finalmente, el potencial heurístico de la TOJ para analizar la estructuración de capital de las EC parece reforzarse aún más cuando se ponen en consideración los siguientes ítems:

- los asociados priorizan el bienestar colectivo por sobre la maximización de beneficios,
- la EC adquiere para sus asociados una dimensión superlativa que no puede ser sintetizada a partir de la maximización del excedente de la empresa,
- existe una predisposición de las EC a recapitalizarse a partir de RIC,
- las RIC constituyen un acervo comunitario, cuyo destino los cooperativistas deciden conservar dentro de la esfera interna de la empresa (minimizar el poder de control de

los agentes externos),

- la evidencia empírica demuestra que el orden de prioridad que postula la TOJ, generalmente se cumple en los balances de las EC.

### **La financiación de capital con fuentes propias: de la discusión conceptual a la formalización de las principales hipótesis**

El presente apartado pretende brindar asidero formal al perfil de estructuración de capital de las EC, el cual se caracteriza por una tasa de financiamiento propio superior a los estándares asociados a la firma anglosajona -motivo por el cual, se disponen a acrecentar y administrar RIC-. En este contexto, anclándose conceptualmente en los aportes seminales realizados por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), es posible a partir de modelos formales provistos por la Teoría de Juegos avanzar en una problematización de corte metodológica.

Conforme a ello, se apela a un Juego de Señalización tradicional (Caveat Emptor<sup>6</sup>), con el propósito de representar la hipotética relación entre una EC (jugador 1) y un potencial inversor externo (jugador 2) que proceden a negociar la posibilidad de concretar una financiación externa a un proyecto rentable incubado al interior de este tipo de empresas. Ergo, detrás de la estrategia adoptada por la EC se intenta representar el comportamiento ideal de los actores cooperativos; mientras que en paralelo, detrás de la conducta del inversor reposa una síntesis de la racionalidad estratégica emergente del mercado.

<sup>6</sup> A los fines de una mayor profundización sobre la naturaleza del Juego y su potencial explicativo puede consultarse el Capítulo 9 del libro de Gardner (1994): "Juegos para empresarios y economistas".

**A tal efecto se procede a suponer:**

- la EC necesita financiación externa para llevar adelante un nuevo, atractivo y rentable proyecto (el cual posee una tasa de rentabilidad potencial mayor a la media del mercado). Adicionalmente, se considera que el proyecto de inversión se encuentra correctamente evaluado y la información utilizada para tal fin es de carácter pública (en otras palabras, no existen dudas sobre la rentabilidad asociada en abstracto al proyecto);
- lo único que puede observar el inversor externo es el beneficio agregado que la EC ha declarado en sus balances, lo cual no implica que sea su beneficio real (o la trayectoria de beneficios percibidos). En efecto, existe información privada sobre la rentabilidad actual y pasada de la empresa, y un indicador (o señal) de su potencial situación financiera y fiscal expresada a través de sus libros (la cual puede o no ser una representación fidedigna de la situación real de la misma);
- el eje del problema radica en la tensión de fuerzas que define la tasa de participación o interés que solicita el inversionista externo a la EC a los fines de acceder a financiar el proyecto. En efecto, se considera que el inversionista es consciente que enfrenta un Problema de Selección Adversa, conforme el potencial Riesgo Moral con el que puede accionar la EC. En efecto, corresponde subrayar un supuesto fundamental (y pocas veces hecho explícito) detrás de los argumentos de la TOJ, el cuál puede ser resumido de la siguiente manera: independientemente de la financiación externa y del potencial de rentabilidad del proyecto, si la EC posee

un balance maquillado se supone que no tendrá la logística ni la capacidad técnica-operativa para emprender y ejecutar exitosamente el proyecto ocasionando una pérdida potencial de las ganancias del inversionista externo (en otras palabras la GI de la EC, puede derivar en una mala inversión para el financista externo).

**Dinámica de la interacción**

Al estar en presencia de un Juego Dinámico con Información Incompleta, se procederá a suponer -con fines estrictamente analíticos- que la naturaleza o el azar juega primero develando a la EC (jugador 1) el estado de veracidad de la información de sus estados contables. Luego, si la empresa decide salir al mercado de préstamos se supone que ésta ofrecerá al inversionista externo la máxima tasa<sup>7</sup> de participación sobre los beneficios del proyecto que esté dispuesta a sacrificar, la cual recibe la denominación de  $\delta$  (se descarta una opción posible del modelo, en el cual la empresa desiste presentar una oferta de participación y autofinanciar su proyecto antes de incorporarse al mercado de préstamos siendo financieramente correcta, pues en ese caso la financiación externa no sería una alternativa).

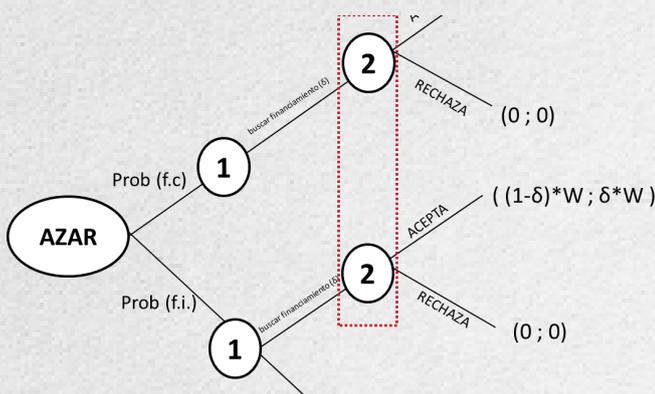
En una segunda instancia, se supone que el inversionista externo (jugador 2) decide entre aceptar  $\delta$  y financiar el proyecto, o rechazarla por no adaptarse a su perfil de rentabilidad-riesgo, produciéndose en éste último caso una situación de statu-quo (léase, un escenario donde la transacción no se produce, el juego se termina y ambos jugadores

<sup>7</sup> La tasa que ofrece la empresa es máxima producto que se supone que los jugadores enfrentan un Juego Secuencial no repetido, por lo cual el jugador no tendrá la oportunidad de realizar una futura contraoferta.

reciben una ganancia de 0). Adicionalmente, se supone que existe una tasa intersubjetiva que marca el umbral mínimo a partir del cual el inversionista está dispuesto a aceptar su participación en el proyecto -es decir, se muestra interesado en financiar el proyecto-.

A los fines instrumentales, tal como se expone en la Ilustración 2 adicionalmente se supone que: a)  $V$  es la ganancia final del proyecto si la empresa es financieramente correcta y b)  $W$  valor final de la ganancia de la inversión si la empresa es del tipo financieramente incorrecta, donde  $\delta \cdot V > i > \delta \cdot W$  (donde  $i$  simboliza el costo de oportunidad del capital, es decir la tasa que ofrece al inversor externo el mejor proyecto alternativo).

### Ilustración 2



Fuente: Elaboración propia

### Alternativas de financiación, información privada y equilibrio del Juego

Al proceder a resolver el juego por inducción hacia atrás corresponde contemplar la comparación personal que realiza el inversor externo al momento de aceptar o rechazar el acto de financiación. La tasa mínima de participación ( $\beta$ ) exigida por el inversor dependerá, en especial, de la conjetura (probabilidad bayesiana) que este realice sobre el nodo de decisión en el que se encuentre ubicado (véase en la Ilustración 2,

el conjunto de información indicado en rojo). De este modo, corresponde subrayar que la conjetura adquiere una vital significación con motivo de la incertidumbre que posee el inversionista sobre la real situación patrimonial y financiera de la empresa (información privada y accesible solo para el jugador 1).

En el caso particular de las EC, se supone que el inversor posee la creencia de que existe alta probabilidad de que las EC sea financieramente incorrecta como consecuencia de su estructura de gobernanza (léase, se supone que su estructura cerrada favorece decisiones arbitrarias basadas fundamentalmente en una matriz ideológica que no le permite anteponer la maximización del excedente por sobre otros objetivos colectivos).

En este contexto, ante ésta conjetura se supone que el inversionista sólo aceptará financiar el proyecto que le presenta la EC si el  $\delta$  que ésta ofrece es lo suficientemente satisfactoria para cumplir con un doble requerimiento:

- Condición de necesidad, pero no de suficiencia: compensar la ganancia esperada de invertir en un proyecto alternativo que ofrece la tasa representativa del costo de oportunidad ( $i$ ).
- Condición de interdependencia estratégica: la rentabilidad estimada por el inversionista ponderando los dos posibles estados de la naturaleza, debe al menos igualar la tasa intersubjetiva que marca límite a partir del cual se dispone a realizar la inversión ( $\beta$ ).

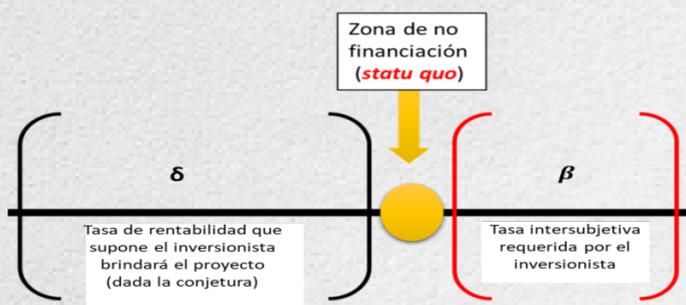
En términos formales, tal como lo indican las ecuaciones 1 y 2, ello implica que existirá inversión externa solo si es posible constituir

un espacio convexo:

- (1)
- (2)

De este modo, la posibilidad real -léase, la alta probabilidad- que la EC accione con Riesgo Moral provoca que el inversor exija ante iguales condiciones, en comparación con la empresa estándar, una mayor ganancia al proyecto. Como corolario, se constituyen las condiciones para que se cumpla con la profecía autocumplida de la autofinanciación, donde la máxima tasa de resignación de la EC tiende a no converger con la mínima rentabilidad exigida por el inversionista.

**Ilustración 3**



Fuente: Elaboración propia

A modo de síntesis, Gibbons (1994, p.209) expone con atino la esencia del problema de financiación de la EC:

éste equilibrio ilustra en qué sentido el conjunto de señales factibles del emisor es poco efectivo; el tipo de alto beneficio no tiene forma de sobresalir, unos términos de financiación que son atractivos para el tipo de beneficio alto son aún más atractivos para el de beneficio bajo. Como observan Myers y Majluf, en este modelo las empresas se ven empujadas hacia fuentes de financiación interna.

**Una propuesta analítica para el estudio de la estructuración de capital de Empresas Cooperativas Comerciales**

Tal como ha quedado en evidencia en apartados anteriores, las EC adoptan la decisión de generar sus propias fuentes de financiación interna, bajo la forma de RIC, con la finalidad de cumplir con el objetivo de conciliar su sistema de gobernanza interna con las exigencias que le provee el mercado. De este modo, tal como queda en evidencia se disponen a construir un acervo de capital indivisible, el cual al no estar sujeto a reclamaciones individuales por parte de los asociados se destina especialmente a financiar nuevos proyectos y a absorber quebrantos temporales.

Desde la perspectiva de la racionalidad, es posible sostener de este modo que previo a la discusión de los medios las EC discuten originalmente fines. En otras palabras, las firmas de estructura horizontal siendo conscientes de las exigencias que le impondrá el mercado se inclinan sistemáticamente -en caso de que lo hubiese- a recapitalizar íntegramente el Retorno a los Asociados (no distribuirlo) y blindarse de cualquier lógica que pueda emular, aún de forma disfrazada, un mercado de reclamaciones (no asignarlo a capital social nominal).

En el caso de las EC de Servicios Públicos en Argentina, considerando los alcances de la Ley N° 20337 y las Resoluciones Técnicas Contables N° 24 y 27, es posible contemplar y describir un mecanismo sistemático a partir del cual éste tipo de firmas al momento de presentar el proyecto de distribución del excedente, a pesar de los mínimos legales, dan lugar a un comportamiento organizacional, ejercicio tras

ejercicio, tendiente a aumentar los fondos de las RIC. Éste fenómeno puede observarse a partir de un análisis transversal de los estados contables, donde la asignación del Excedente Repartible a reservas tiende a exceder los porcentajes mínimos exigidos; como también así, el remanente que correspondiese a Retorno a los Asociados tiende a destinarse, año tras año, a acrecentar la fracción no divisible del Patrimonio Neto.

Desde la perspectiva metodológica, el análisis de la evolución de la composición cualitativa del Patrimonio Neto de la EC corresponde ser identificado a partir de los siguientes estados contables:

- Estado de Situación Patrimonial y Estado de Evolución de Patrimonio Neto, a los fines de visualizar la composición patrimonial y la situación financiera a la fecha de cierre,
- Anexo "A" Datos estadísticos y demás información complementario, el cual brinda información sobre la evolución del índice de endeudamiento, agregando datos adicionales sobre la operatoria (fondos de promoción, criterios de prorrates, restricciones a la distribución de excedentes, entre otros),
- Estado de Resultados, Estado General y Seccional de Resultados, Notas a los Estados Contables y el Proyecto de Distribución del Excedente, los cuales de manera conjunta dan cuenta del resultado del ejercicio -excedente o pérdida-, permitiendo inferir su composición y destino.

De este modo, la propuesta puede ser enunciada con el siguiente orden procedimental:

- en una primera instancia, se verifica en el Estado de Resultados la existencia de un resultado negativo o positivo. En caso de existir excedente, conforme lo explicitado en la normativa, se procede a

identificar lo expuesto en el desagregado correspondiente a resultados por operaciones con asociados, no asociados y aquellos por operaciones ajenas a la gestión cooperativa,

- acto seguido, corresponde analizar la línea correspondiente a los resultados que derivaron de la gestión cooperativa con asociados, dado que el resto se destina íntegramente por ley a Reserva Especial Art. 42 en el Patrimonio Neto, no implicando a los fines del presente trabajo conducta económica alguna por parte de la empresa. A partir del Anexo A y el Proyecto de Distribución de Excedentes, se procede a identificar la distribución del Excedente Repartible; dado que ello posibilita visualizar si el porcentaje destinado a reservas excede los mínimos legales, como también así la decisión de la Asamblea de Asociados entre distribuir o recapitalizar el Retorno a los Asociados. Desde el punto de vista procedimental, el Proyecto de Distribución de Excedentes asume un rol fundamental conforme posibilita conocer el verdadero destino del Excedente Repartible, como también así discriminar el porcentaje de éste que se destina a RIC bajo la figura legal de Reserva Especial Art. 42,
- finalmente, el mecanismo de contrastación empírica se completa teniendo en cuenta la siguiente consideración, los porcentajes del Excedente Repartible que se destinan a conceptos del Pasivo del ejercicio en que fueron generados corresponde visualizarlos en el Estado de Situación Patrimonial, y aquello con destino al Patrimonio Neto en el Estado de Evolución del Patrimonio Neto, bajo la categoría de Resultado No asignado -siendo esto último, lo que se encuentra detallado en el Proyecto de Distribución del Excedente-. En ambos casos, tal como lo expresa la normativa, al año siguiente, en el Estado de Evolución de Patrimonio Neto se encuentra su destino final, donde la parte

que fue asignada a RIC se identifica bajo la denominación de Reserva Legal y Reserva Especial Art 42.

### Estudio de caso: Estructura de capital de una Empresa Cooperativa de Servicios Públicos del sur de la provincia de Córdoba

El presente apartado empírico se plantea como principal propósito analizar la naturaleza y calidad de las fuentes de financiamiento que utilizan las EC, contemplando el análisis de ciertas decisiones organizacionales asimilables a su estructura de gobernanza interna. Conforme a ello, se procede a exponer la información recabada de una EC de Servicios Públicos del sur de la provincia de Córdoba en función del criterio metodológico expuesto en el apartado anterior, por considerar que ésta constituye el ejemplo más concreto y visible de una EC Comercial<sup>8</sup>.

En paralelo, con la finalidad de poner en relieve la potencial diferenciación que existe entre la conducta de este tipo de empresas con el resto de las existentes en el mercado, se procede adicionalmente a presentar un análisis contrastivo que contempla una doble dimensión de análisis: por un lado, sobre la base de fuentes de información primarias -léase, Estados Contables de orden público-, de una empresa con estructura de gobernanza estándar perteneciente al mismo sector -Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)-; como también así, a partir de fuentes de información secundarias -estudio Monitor Cooperativo Mundial 2013<sup>9</sup>-, de EC que pertenecen al grupo de las 300 mayores a nivel mundial y que están abiertas

<sup>8</sup> Tal como se explicita en la obra de Munt (2017) las *EC Populares* se asocian principalmente con movimientos sociales y cooperativas de trabajo emergentes de grupos sujetos a vulnerabilidad social, mientras que las *EC Comerciales*, se asocian en abstracto con empresas donde el volumen de capital le brinda apertura al mercado de crédito.

<sup>9</sup> Datos provistos por el estudio Monitor Cooperativo Mundial 2013, titulado “Investigación sobre Capital Cooperativo” realizado por (Andrews, 2015).

al mercado de capitales, por ser consideradas como aquellas que se ubican en el límite de la frontera conceptual entre las racionalidades de mercado y cooperativa.

El ejemplo planteado en la Ilustración 4 junto a la Tabla 1 y la Ilustración 5, permiten identificar en la casuística de la EC de Servicios Públicos de una localidad del sur de la provincia de Córdoba un claro orden de preferencias por las fuentes propias al estructurar su capital, siendo coherente con la TOJ adaptada a la empresa de estructura horizontal.

- El orden lógico del mecanismo de estructuración de capital responde, para el caso particular en el periodo 2012-2018, a la siguiente dinámica:
- en todos los ejercicios en que una parte del Excedente Repartible correspondiera devolverlo a los asociados, sistemáticamente se prefiere y decide no darle ese destino e imputarlo a RIC bajo el concepto de Reserva Especial Art. 42,

la recapitalización sostenida del Retorno a los Asociados define una tendencia suave de crecimiento de las RIC en la composición del Patrimonio Neto. Esto último, complementado con una estructura relativamente estable de relación Pasivo-Patrimonio Neto permite inferir que el objetivo con el cual se ejecuta dicha acción es la financiación de proyectos propios.

A pesar de ser conceptualizadas como EC Comerciales y de poseer una cantidad no marginal de recursos propios que le permite acceder a fuentes de financiación de terceros, la tensión entre su estructura de gobernanza y los potenciales mecanismos de control ejercidos por terceros la motivan a inclinarse por fuentes propias (léase, niveles de apalancamiento menores a los estándares del mercado).

Ilustración 4

ESTADO DE RESULTADOS			
	ACTUAL 01.01.2012 AL 31.12.2012	ANTERIOR 01.01.2011 AL 31.12.2011	
<b>INGRESOS POR SERVICIOS</b>			
Suministro Energía Eléctrica Urbana	\$ 3.349.898,11	\$ 2.871.637,97	
Suministro Energía Eléctrica Rural	\$ 1.305.741,09	\$ 1.077.442,48	
Suministro Agua Potable	\$ 430.343,94	\$ 274.800,43	
Servicios Sepelio y Ambulancia	\$ 568.793,06	\$ 465.950,47	
Venta de Gas Envasado	\$ 181.297,83	\$ 160.205,63	
Servicio T.V. Cable	\$ 752.557,04	\$ 624.067,44	
Recaudación Cine	\$ 45.363,00	\$ 33.913,00	
Servicio Tanque Atmosférico	\$ 24.781,85	\$ 19.248,36	
Servicio Apicultura	\$ 3.314,55	\$ 1.195,97	
Atención Correo y Telefónica Gas Natural	\$ 71.138,57	\$ 60.856,08	
Mantenimiento Instal. y Otros Telefonía	\$ 131.844,87	\$ 102.452,61	
<b>SUBTOTAL INGRESOS</b>	<b>\$ 6.889.053,91</b>	<b>\$ 5.693.430,45</b>	
<b>Menos: Costos Directos</b>			
Energía Comprada	\$ 1.293.086,12	\$ 1.206.565,55	
Costo Venta Gas	\$ 131.052,63	\$ 123.876,62	
Costo Ataluzas y Umas	\$ 52.167,75	\$ 59.522,42	
Costo Señales T.V. Cable	\$ 251.456,40	\$ 211.559,18	
<b>SUBTOTAL COSTOS</b>	<b>\$ (1.727.802,90)</b>	<b>\$ (1.601.523,77)</b>	
<b>EXCEDENTE BRUTO</b>	<b>\$ 5.161.251,01</b>	<b>\$ 4.091.906,68</b>	
<b>Menos: EGRESOS OPERATIVOS (Anexo II)</b>			
<b>Egresos Erogables</b>			
Gastos Administración	\$ 1.641.983,60	\$ 1.272.638,33	
Gastos Energía Urbana	\$ 833.140,58	\$ 597.592,96	
Gastos Energía Rural	\$ 893.721,99	\$ 557.970,87	
Gastos Mant. Las Alibabacas	\$ 328.879,76	\$ 576.008,80	
Gastos Exploatación Gas	\$ 48.902,53	\$ 30.687,15	
Gastos Agua Potable	\$ 299.943,77	\$ 202.849,55	
Gastos Servicio Sepelio	\$ 230.944,59	\$ 199.223,16	
Gastos Servicio Ambulancia	\$ 235.735,61	\$ 176.103,44	
Gastos Educ. y Recreación	\$ 64.500,45	\$ 71.264,90	
Gastos Serv. T.V. Cable	\$ 321.747,81	\$ 257.387,38	
Gastos Serv. Tanque Atmosférico	\$ 37.470,24	\$ 40.367,35	
Gastos Serv. Apicultura	\$ 426,25	\$ -	
Gastos Serv. Gas Natural	\$ 81.326,31	\$ 49.311,17	
Gastos Serv. Atención Telefonos	\$ 111.716,62	\$ 117.417,81	
<b>Subtotal Egresos Erogables</b>	<b>\$ (5.230.440,10)</b>	<b>\$ (4.147.736,31)</b>	
<b>Egresos No Erogables</b>			
Prestaciones Constituidas	\$ 163.456,50	\$ 77.600,38	
Amortización Bienes de Uso	\$ 398.996,58	\$ 409.713,22	
<b>Subtotal Egresos No Erogables</b>	<b>\$ (562.453,08)</b>	<b>\$ (487.313,60)</b>	
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>\$ (5.792.893,18)</b>	<b>\$ (4.635.109,91)</b>	
<b>Más: OTROS INGRESOS APROPIABLES AL EJERCICIO</b>			
Vinculados con la gestión Cooperativa (Nota 13-a.)	\$ 624.403,43	\$ 670.430,28	
Ajenos a la gestión Cooperativa (Nota 13-b.)	\$ 373.849,76	\$ 118.737,98	
<b>TOTAL OTROS INGRESOS</b>	<b>\$ 1.198.253,19</b>	<b>\$ 789.168,26</b>	
<b>Menos: OTROS EGRESOS APROPIABLES AL EJERCICIO</b>			
Según Nota 14	\$ (86.779,75)	\$ (162.913,78)	
<b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>	<b>\$ 479.831,27</b>	<b>\$ 83.051,25</b>	
<b>RESULTADO POR LA GESTION COOP. CON ASOCIADOS</b>	<b>\$ 108.080,78</b>	<b>\$ (3.555,02)</b>	
<b>RESULTADO POR LA GESTION COOP. CON NO ASOCIADOS</b>	<b>\$ (2.099,27)</b>	<b>\$ (32.131,71)</b>	
<b>RESULTADO POR OPERAC. AJENAS A LA GESTION COOP.</b>	<b>\$ 373.849,76</b>	<b>\$ 118.737,98</b>	
<b>TOTAL RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>\$ 479.831,27</b>	<b>\$ 83.051,25</b>	

CUADROS SECCIONALES DE RESULTADOS			
	31.12.2012	31.12.2011	
<b>I. SECCION ENERGIA ELECTRICA URBANA Y RURAL</b>			
<b>1) Ingreso Seccional</b>			
Venta de Energía Eléctrica Urbana	\$ 3.349.898,11	\$ 2.871.637,97	
Venta de Energía Eléctrica y C. Frio Rural	\$ 1.305.741,09	\$ 1.077.442,48	
Menos: Costo de Energía Comprada	\$ (1.293.086,12)	\$ (1.206.565,55)	
<b>Excedente Bruto</b>	<b>\$ 3.362.553,08</b>	<b>\$ 2.742.915,90</b>	
<b>2) Gastos de Explotación</b>			
<b>a) Egresos Erogables</b>			
Derechos Energía Urbana	\$ 833.140,58	\$ 597.592,96	
Derechos Energía Rural	\$ 893.721,99	\$ 557.970,87	
Derechos Energía Las Alibabacas	\$ 328.879,76	\$ 576.008,80	
Particip. Otros. Administ. (78 %)	\$ 1.297.167,04	\$ 1.050.384,25	
Sub Total Egresos Erogables	\$ (3.452.859,37)	\$ (2.738.856,71)	
<b>b) Egresos No Erogables</b>			
Amortización de Uso En Urbana	\$ 83.447,76	\$ 78.644,75	
Amortización de Uso En Rural	\$ 83.863,16	\$ 91.477,19	
Amortización de Uso En Las Alibabacas	\$ 45.308,61	\$ 46.854,98	
Particip. Provis. y Acredit. de Uso Admin (78 %)	\$ 130.436,13	\$ 79.133,23	
Sub Total Egresos No Erogables	\$ (378.855,74)	\$ (284.186,79)	
<b>Total Gastos de Explotación</b>	<b>\$ (3.831.715,11)</b>	<b>\$ (3.023.043,50)</b>	
<b>3) Otros Ingresos/Egresos</b>			
Reservas y Cuentas(73%)	\$ 197.017,40	\$ 149.207,88	
Rece. y Mant. Al.Pais	\$ 208.800,84	\$ 302.072,23	
Recepción Mantem. Línea Resin	\$ 4.543,20	\$ 2.271,59	
Provisiones Constituidas Art. CCT	\$ (73.779,76)	\$ (158.813,75)	
Derechos de Constitución Urbana	\$ (48.209,43)	\$ 55.043,73	
<b>Total Otros Ingresos</b>	<b>\$ 242.656,54</b>	<b>\$ 385.191,43</b>	
<b>EXCEDENTE SECCIONAL</b>	<b>\$ 82.238,51</b>	<b>\$ 66.552,87</b>	

CUADRO GENERAL DE RESULTADOS			
PERDIDAS		EXCEDENTES	
Secoc. Agua Corriente	47.962,88	Secoc. Energía Urb. y Rural	82.238,51
Sección Servicios Sociales	30.758,86	Secoc. Serv. A Terceros	68.748,48
Secoc. Mant. Telefónico	2.099,27	Sub-Total	150.986,97
Sección Serv. Educac. y Recreac.	32.343,13	Intereses Ganados	53.498,35
Secoc. Tanque Atmosférico	20.741,99	Diferencia cotiz. ME	68.663,00
Secoc. Gas Natural	31.912,86	Vtas. Varías y Vta. Bs. Uso	268.358,93
Secoc. Apicultura	503,05	Retornos y Aj. Participac.	36.827,83
Secoc. Gas Envasado	786,82	Ricdo. Neto Vtas. Fca. Postes	2.929,32
Gastos Resid. Universidad Rio IV	11.000,00	Int. y Recup. Gtos. Asoc. Pers.	76.688,13
<b>Sub-Total</b>	<b>178.209,26</b>	Sub-Total	506.853,56
<b>Excedente del ejercicio</b>	<b>479.831,27</b>	<b>TOTAL</b>	<b>657.940,53</b>
<b>TOTAL</b>	<b>657.940,53</b>	<b>TOTAL</b>	<b>657.940,53</b>

PROYECTO DE DISTRIBUCION DEL EXCEDENTE	
<b>Excedente del Ejercicio</b>	<b>\$ 479.831,27</b>
<b>A: "Reserva Especial Art.42 Ley 20337"</b>	<b>\$ (479.831,27)</b>
(Por provenir de ingresos ajenos a la gestión y no operativos)	
<b>6 - EDUCACION Y CAPACITACION COOPERATIVA</b>	
<b>CURSOS</b>	
6.1. CURSOS PARA ASOCIADOS:	No
6.2. CURSOS PARA LA COMUNIDAD:	No
6.3. MONTO INVERTIDO:	\$ 0,00
<b>7 - FONDO PARA EDUCACION Y PROMOCION COOPERATIVAS (LEY N°23.427)</b>	
7.1. IMPORTES DEPOSITADOS EN EL EJERCICIO:	\$ 36.720,52
Declaración Jurada ejercicio 2011	
<b>8 - APOYO FINANCIERO DEL I.N.A.E.S.:</b> No posee	
<b>9 - RESTRICCIONES A LA DISTRIBUCION DE EXCEDENTES:</b>	
Existe una restricción a la distribución de excedentes hasta la recomposición del saldo de las Reservas con las que se absorberían pérdidas de ejercicios pasados según el siguiente detalle:	
9.1. Reserva Especial Art. 42 Ley 20337:	\$ 276.251,65, correspondientes a los ejercicios 2002 al 2008.
9.2. Reserva Legal:	\$ 101.184,69 correspondientes al ejercicio 2003.
<b>10 - FONDO DE ACCIÓN ASISTENCIAL Y LABORAL O PARA ESTIMULO AL PERSONAL:</b> No posee	
<b>11 - FONDO DE EDUCACIÓN Y CAPACITACIÓN COOPERATIVA (LEY 20.337):</b> No posee.	
<b>12 - OPERACIONES CON NO ASOCIADOS:</b>	
Se consideran operaciones con no asociados al servicio de mantenimiento de líneas telefónicas según contrato realizado por ACERO con Telecom. Por lo tanto el resultado final de esta sección se asigna íntegramente a "operaciones con no asociados".	
<b>13 - CRITERIOS DE PRORRATEO APLICADOS:</b>	
El prorrateo a cada sección tanto de los ingresos que no se pueden asignar directamente, como así también la totalidad de los gastos de administración detallados en el Anexo II se realizan en función de la importancia económica de cada uno de los servicios en el caso de los ingresos y de acuerdo a las tareas administrativas para los egresos. A su vez señalamos que la seccionalización de los activos y pasivos no fue posible realizara por carecer de información contable que así lo permitiera.	

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2012									
DETALLE	APORTES DE LOS ASOCIADOS			RESERVAS Y FONDOS			TOTALES		
	CAPITAL SUSCRIPTO	AJUSTE DE CAPITAL A CAPITALIZAR	TOTAL	RESERVA LEGAL	RESERVA ESPECIAL ART. 42 LEY 20337	TOTAL	RESERVADOS NO ASIGNADOS	PATRIMONIO NETO ACTUAL	PATRIMONIO NETO ANTERIOR
	1	2	4	5	6	7	8	9	10
Saldo al comienzo del Ejercicio.	2.889.008,82	1.320.472,54	4.209.481,36	2.238.203,31	866.858,19	3.105.061,50	83.051,25	7.397.594,11	7.070.058,33
Asignación del resultado	-	-	-	-	83.051,25	83.051,25	(83.051,25)	-	-
Depuración Padrón Asociados	(382.551,74)	-	(382.551,74)	382.551,74	-	382.551,74	-	-	-
Suscripción del Capital del Ej.	512.941,90	-	512.941,90	-	-	-	512.941,90	244.484,53	-
Resultado del Ejercicio	-	-	-	-	-	-	479.831,27	479.831,27	83.051,25
Saldo al cierre del ejercicio 31/12/2012	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTALES</b>	<b>3.019.398,98</b>	<b>1.320.472,54</b>	<b>4.339.871,52</b>	<b>2.620.755,05</b>	<b>949.909,44</b>	<b>3.570.664,49</b>	<b>479.831,27</b>	<b>8.390.367,26</b>	<b>7.397.594,11</b>

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013									
DETALLE	APORTES DE LOS ASOCIADOS			RESERVAS Y FONDOS			TOTALES		
	CAPITAL SUSCRIPTO	AJUSTE DE CAPITAL A CAPITALIZAR	TOTAL	RESERVA LEGAL	RESERVA ESPECIAL ART. 42 LEY 20337	TOTAL	RESERVADOS NO ASIGNADOS	PATRIMONIO NETO ACTUAL	PATRIMONIO NETO ANTERIOR
	1	2	4	5	6	7	8	9	10
Saldo al comienzo del Ejercicio.	3.019.398,98	1.320.472,54	4.339.871,52	2.620.755,05	849.909,44	3.570.664,49	479.831,27	8.300.307,28	7.397.594,11
Asignación del resultado	-	-	-	-	479.831,27	479.831,27	(479.831,27)	-	-
Depuración Padrón Asociados	(17.320,63)	-	(17.320,63)	17.320,63	-	17.320,63	-	-	-
Suscripción del Capital del Ej.	699.403,99	-	699.403,99	-	-	-	-	699.403,99	512.941,90
Resultado del Ejercicio	-	-	-	-	-	-	394.074,47	394.074,47	479.831,27
Saldo al cierre del ejercicio 31/12/2013	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTALES</b>	<b>3.701.482,34</b>	<b>1.320.472,54</b>	<b>5.021.954,88</b>	<b>2.638.075,68</b>	<b>1.429.740,71</b>	<b>4.067.816,39</b>	<b>394.074,47</b>	<b>9.483.845,74</b>	<b>8.390.367,28</b>

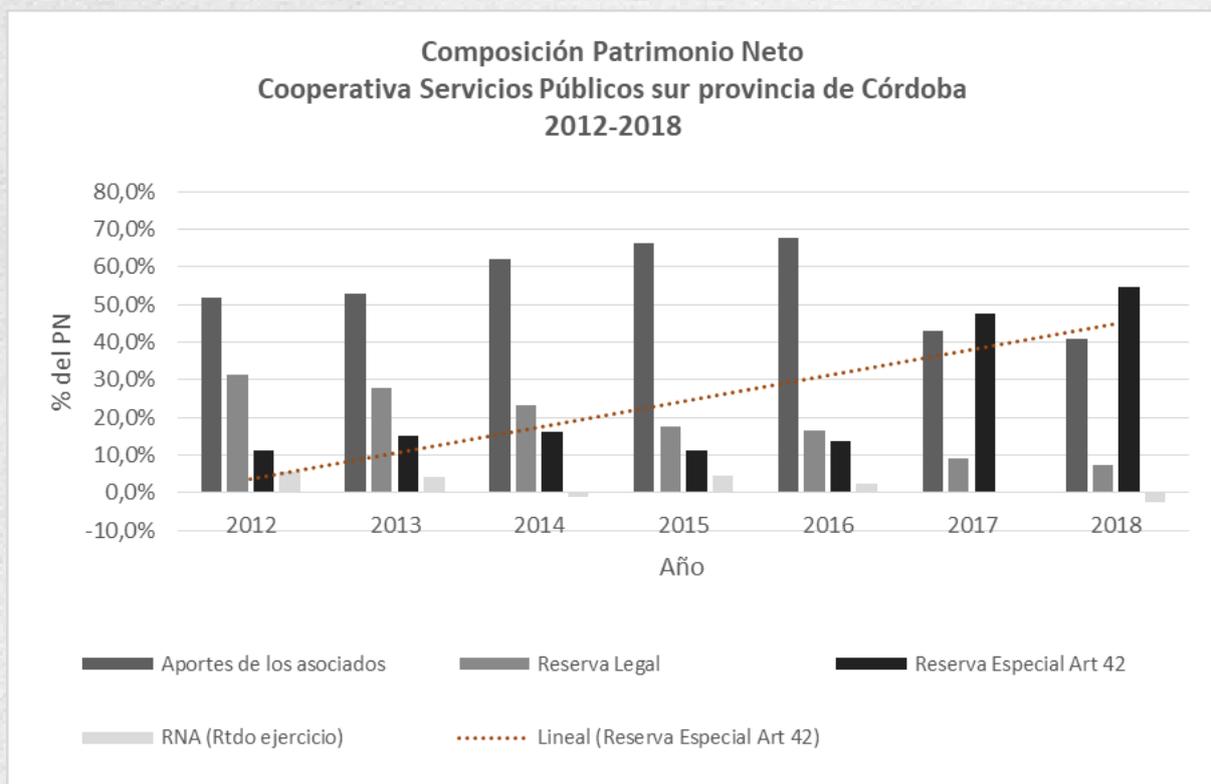
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Contables de EC Servicios Públicos de localidad del sur de provincia de Córdoba.

Tabla 1

Composición Patrimonio Neto: Cooperativa Servicios Públicos del sur de la provincia de Córdoba														
Detalle	Año 2012		Año 2013		Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017		Año 2018	
	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total	\$	% del PN Total
CAPITAL	\$ 4.339.871,52	51,7%	\$ 5.021.954,88	53,0%	\$ 7.058.387,54	61,9%	\$ 9.877.783,51	66,3%	\$ 11.275.163,10	67,6%	\$ 12.786.843,25	43,1%	\$ 15.373.310,36	40,8%
Aportes de los asociados	\$ 4.339.871,52	51,7%	\$ 5.021.954,88	53,0%	\$ 7.058.387,54	61,9%	\$ 9.877.783,51	66,3%	\$ 11.275.163,10	67,6%	\$ 12.786.843,25	43,1%	\$ 15.373.310,36	40,8%
RESERVAS Y FONDOS	\$ 3.570.664,49	42,6%	\$ 4.067.816,39	42,9%	\$ 4.461.890,86	39,2%	\$ 4.336.467,36	29,1%	\$ 5.023.639,45	30,1%	\$ 16.824.975,83	56,6%	\$ 23.306.294,01	61,9%
Reserva Legal	\$ 2.620.755,05	31,2%	\$ 2.638.075,68	27,8%	\$ 2.638.075,68	23,2%	\$ 2.638.075,68	17,7%	\$ 2.739.260,37	16,4%	\$ 2.739.260,37	9,2%	\$ 2.739.260,37	7,3%
Reserva Especial Art 42	\$ 949.909,44	11,3%	\$ 1.429.740,71	15,1%	\$ 1.823.815,18	16,0%	\$ 1.698.391,68	11,4%	\$ 2.284.379,08	13,7%	\$ 14.085.715,46	47,4%	\$ 20.567.033,64	54,6%
RNA (Rtdo ejercicio)	\$ 479.831,27	5,7%	\$ 394.074,47	4,2%	-\$ 125.423,50	-1,1%	\$ 687.172,09	4,6%	\$ 378.045,59	2,3%	\$ 88.421,70	0,3%	-\$ 1.004.520,36	-2,7%
PN	\$ 8.390.367,28	100%	\$ 9.483.845,74	100%	\$ 11.394.854,90	100%	\$ 14.901.422,96	100%	\$ 16.676.848,14	100%	\$ 29.700.240,78	100%	\$ 37.675.084,01	100%

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 5



Fuente: Elaboración propia

Al avanzar en un análisis de tipo comparativo entre empresas de estructura horizontal se identifican desde el plano económico un conjunto de dificultades, tales como: ausencia de datos, escasa robustez de los estudios empíricos, como también así la ausencia de criterios metodológicos que permitan una fácil replicabilidad. Sin embargo, a pesar que éstas restricciones analíticas son generalmente asociados en abstracto a la dificultad de identificar regularidades y procesos estandarizados entre las distintas EC, es posible visualizar la existencia de un marcado desinterés de la literatura por abordar éstas temáticas, como consecuencia de una escasa formación técnica profesional en el área, combinada con un recelo ideológico del propio movimiento cooperativo a impulsar éstos debates.

Sin embargo, a pesar de lo referenciado en el párrafo previo, el trabajo de Andrews, 2015 titulado "Investigación sobre Capital Cooperativo" adquiere una significación relevante como consecuencia de haberse abocado a analizar el perfil de la composición del patrimonio neto, y por su defecto la calidad de las fuentes propias, de las 300 cooperativas y mutuales de mayor envergadura a nivel mundial. Esto último, a los fines del presente trabajo puede ser interpretado como un indicador de la cota máxima de financiamiento externo que resisten las EC que alcanzan niveles de eficiencia más altos.

El análisis comparativo entre la EC de Servicios Públicos (dado que para su tipo se propone en apartados previos una metodología de análisis), EPEC (asimilable a la racionalidad de mercado), y el grupo de las 300 analizadas por Andrews, 2015 (interpretadas como las EC más racionales del mundo), permite en el período 2012-2013 arribar a las siguientes

10 El período seleccionado responde a un criterio

conclusiones -ver Tabla 2-:

- la EC de Servicios Públicos muestra una tasa de apalancamiento entre el 25% y 28% en el período, lo cual es coherente con una estructura de capital afín a lo postulado por la TOJ (nivel de apalancamiento más bajo que la media del mercado);
- EPEC financia sus activos mayoritariamente con deuda, mostrando tasas de apalancamiento que oscilan entre 900% y 1200%;
- para el grupo de las 300 mayores cooperativas y mutuales a nivel mundial: las cooperativas financieras muestran coeficientes de apalancamiento de 11 a 1, frente al de 3 a 1 observable en las cooperativas no-financieras. En las primeras, se presentan mayores niveles de endeudamiento, y niveles de capital propio que alcanzan alrededor de un 9% de su balance; mientras que en las últimas, el Patrimonio Neto -generalmente en la forma de utilidades retenidas y reservas- representa porcentajes más altos del total de sus balances respecto a cada componente del Pasivo, pero aun así predominan como fuente de capital las deudas.

---

estrictamente herramental. Concretamente, la información publicada por las fuentes externas convergen exclusivamente para dichos años

**Tabla 2:** Tasa de Apalancamiento Financiero

	Cooperativa Servicios Públicos del sur de provincia de Córdoba		EPEC		Grupo Global 300	
	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2012	AÑO 2013	Cooperativas No-Financieras	Cooperativas Financieras
PASIVO	\$ 2.031.462,36	\$ 2.669.353,88	\$ 4.798.789.556,02	\$ 6.614.919.848,33		
CORRIENTE	\$ 1.632.615,95	\$ 2.137.669,80	\$ 1.935.405.767,16	\$ 3.372.353.119,91		
NO CORRIENTE	\$ 398.846,41	\$ 531.684,08	\$ 2.863.383.788,86	\$ 3.242.566.728,42		
PATRIMONIO NETO	\$ 8.390.367,28	\$ 9.483.845,74	\$ 530.143.913,07	\$ 516.978.641,55		
<b>TASA APALANCAMIENTO</b>	<b>24,21%</b>	<b>28,15%</b>	<b>905,19%</b>	<b>1279,53%</b>	<b>3:1</b>	<b>11:1</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información estados contables

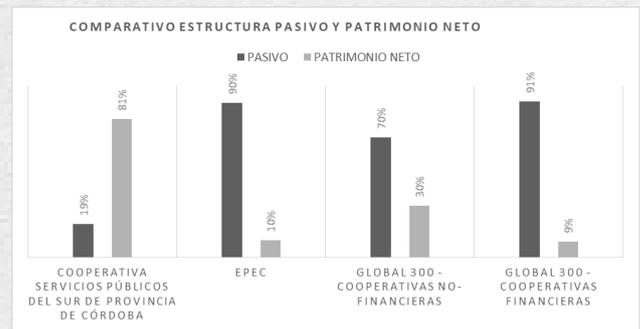
Al comparar las estructuras de Pasivo y Patrimonio Neto para el año 2012 -Tabla 3 e Ilustración 6-, en EPEC y el grupo de las 300 el Pasivo representa entre el 70 y 90% de sus estructuras, a diferencia de la EC de Servicios Públicos donde se da la situación inversa y el Patrimonio Neto representa el 80% (conforme a ello, las utilidades retenidas desempeñan un papel fundamental como principal fuente de capital). Estos contrastes surgen producto de que la EC de Servicios Públicos promueve una estructura de gobernanza cerrada, y un comportamiento tendiente a estructurar su capital fortaleciendo las partidas referentes a utilidades retenidas y otras reservas constituidas a partir de excedentes no distribuidos.

**Tabla 3:** Comparativo de Estructura de Pasivo y Patrimonio Neto

AÑO 2012	Cooperativa Servicios Públicos del sur de provincia de Córdoba		EPEC		Grupo 300 mayores a nivel mundial	
					Cooperativas No-Financieras	Cooperativas Financieras
PASIVO	\$ 2.031.462,36	19%	\$ 4.798.789.556,02	90%	70%	91%
PATRIMONIO NETO	\$ 8.390.367,28	81%	\$ 530.143.913,07	10%	30%	9%
TOTAL	\$ 10.421.829,64	100%	\$ 5.328.933.469,09	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información estados contables y Estudio Monitor Global 300

**Ilustración 6** Comparativo de Estructura de Pasivo y Patrimonio Neto



Fuente: Elaboración propia en base a información estados contables y Estudio Monitor Global 300

Se puede concluir que la EC de Servicios Públicos cuenta con un marcado nivel inferior de apalancamiento respecto a la empresa del mismo sector en el mercado, y tiene similitud con los niveles promedio de apalancamiento de las cooperativas no-financieras del grupo de las 300 mayores a nivel mundial; es decir, este tipo de EC aun teniendo la posibilidad de acceder a fuentes alternativas de financiación externa en el mercado terminan financiándose internamente.

**Consideraciones finales**

La estructura de gobernanza que da identidad a una EC -lógica de solidaridad-, como también así la estructura del entorno en el que éstas se desenvuelven -racionalidad de mercado- definen un marco situacional sobre el cual se erigen las decisiones económicas de financiación y estructuración de capital. De este modo, los estados contables de las empresas autogestionadas presentan un conjunto de singularidades y regularidades empíricas que ameritan ser estudiadas desde abordajes teóricos que se ubican en la frontera entre las Finanzas Corporativas y la

perspectiva de la gobernanza.

En una empresa estándar la separación entre gerencia, propiedad y control, produce hábitos y rutinas internas que la hacen más propensa a la auditoría y condicionamiento de terceros. Adicionalmente, la maximización de beneficios -como fin último- combinada con una estructura de mando jerárquica, facilita la comunicación unilateral con los financistas externos (bancos y entidades financieras), permitiendo arribar a niveles óptimos de apalancamiento que proveen beneficios en la reducción de la carga impositiva.

Las EC surgen a partir de un conjunto de motivaciones individuales y colectivas que por su naturaleza no pueden sintetizarse en la maximización del beneficio; y conforme a ello, se disponen a establecer una estructura de gobernanza cerrada que da cierta lógica de racionalidad a sus principales decisiones de financiación. Concretamente, las EC han mostrado a lo largo de la historia un marcado sesgo hacia la financiación de proyectos y quebrantos a partir de fuentes propias e indivisibles que período tras período tienden a acrecentarse con la finalidad de minimizar la injerencia externa y los costos que se exigen por la financiación externa.

El presente trabajo, se ha concentrado en analizar la conducta económica y proponer criterios analíticos que permitan estudiar la lógica de financiamiento de las EC, concentrándose especialmente en las EC de Servicios Públicos, conforme éstas representan en la República Argentina el caso típico de EC Comerciales. En este marco, el trabajo ha logrado adaptar los postulados y la propuesta analítica que provee la TOJ, a los fines de poner en evidencia que las preferencias de la EC a fuentes de financiación propias -bajo la forma legal de RIC- responde a una serie de condicionamientos internos (principalmente,

su propia estructura de gobierno y gestión), como también así externos (específicamente, tasas de interés superiores a la media que se le exige a las empresas estándares).

Entre los principales resultados de la presente investigación, se destaca el desarrollo de un marco analítico cimentado sobre las bases de la Teoría de Juegos que brinda asidero económico a las decisiones que toman las EC en su interacción con el mercado, logrando poner en relieve el problema potencial de la no convergencia de expectativas entre la firma y el mercado. Concretamente, se alega que la resistencia de los cooperativistas a ceder control potencial en las decisiones, combinado a las exigencias financieras que el mercado le imponen a este tipo de empresas -a modo de prima por su estructura de gobernanza horizontal- deviene en una recurrente dificultad para conciliar intereses, lo cual resulta finalmente en la decisión de autofinanciación por parte de la firma.

Adicionalmente, el trabajo avanza en el desarrollo de un abordaje empírico que fija criterios metodológicos para identificar, sistematizar, y exponer a partir de la información particular provista por los estados contables de las EC Comerciales mecanismos propios de financiación que ofician a modo de dispositivo de contrastación de las potenciales bondades explicativas y predictivas que posee la TOJ adaptada a la firma de estructura horizontal. En virtud de ello, se expone a modo de ilustración el análisis de caso de una EC de Servicios Públicos del sur de la provincia de Córdoba, como también así un estudio comparativo de su composición patrimonial con respecto al comportamiento de la empresa más cercana perteneciente al mismo sector -en carácter de referente del mercado-, como también así de las 300 mayores EC a nivel mundial -por

ser consideradas, como aquellas firmas que a pesar de poseer una estructura horizontal se encuentran más cercanas a la racionalidad de mercado-.

Finalmente, corresponde considerar que el trabajo posee la virtud de poner en relieve problemáticas comunes y escasamente abordadas en las EC, las cuáles invitan a ser analizadas con mayor profundidad en nuevas investigaciones económicas e interdisciplinarias. De este modo, a partir de los criterios propuestos se considera oportuno desarrollar en el futuro inmediato avances que permitan adquirir una mayor robustez al estudio de caso particular que la presente publicación expone a modo ilustrativo.

### Bibliografía

ALIANZA COOPERATIVA INTERNACIONAL (ACI). Los Principios Cooperativos para el Siglo XXI. Ediciones Intercoop, 1996.

ANDREWS, A. M. Investigación sobre Capital Cooperativo. Filene Research Institute, 2015.

BREALEY, R. A; MYERS, S. C; ALLEN, F. Principios de Finanzas Corporativas. México: Novena edición, Mc Graw Hill, 2010.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Fundamentos de Financiación Empresarial. España: Cuarta edición, Mc Graw Hill, 1993.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. Financial Theory and Corporate Policy. . Reading, MA, Addison-Wesley, 1992.

FEDERACIÓN ARGENTINA DE CONSEJOS PROFESIONALES DE CIENCIAS ECONÓMICAS. Resolución técnica N°24: Aspectos particulares de exposición contable y procedimientos de auditoría para entes cooperativos. Argentina, 2008.

FEDERACIÓN ARGENTINA DE CONSEJOS

PROFESIONALES DE CIENCIAS ECONÓMICAS. Resolución técnica N°27: Normas Contables Profesionales: Modificaciones a RT n°24. Argentina, 2009.

GARDNER, R. Juegos para empresarios y economistas. España: Antoni Bosch, 1996.

GIBBONS, R. Un primer curso de teoría de juegos. España: Antoni Bosch, 1992.

GÓMEZ APARICIO, P. El capital social en las sociedades cooperativas. Las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas a la luz de los principios cooperativos. CIRIEC-España, n°45, 57-79, 2003.

LEY 20337. Ley N°20337: Régimen legal de las cooperativas. Argentina: Ediciones Intercoop, 1973

MYERS, S. The capital structure puzzle. Journal of Financial Economics, 34:575-592, 1984.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13: 187-221, 1984.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation finance and the theory of investment. American Economic Review 48(3), June, 261-291, 1958.

MUNT, J.L. La disyuntiva entre las externalidades de la producción comunal y la cooperación en pequeñas cooperativas autogestionadas: un análisis experimental del rol asumido por la perspectiva temporal, la comunicación y las sanciones mutuas. 6to Congreso de Administración del Centro de la República. Villa María, Argentina: Universidad Nacional de Villa María, 2017.

NAVARRA, C. Collective accumulation of capital in Italian worker cooperatives: an empirical investigation on employment stability and

income smoothing. AISSEC XVII Conference on “Growth and Development Patterns: the Role of Institutions in a Comparative Perspective”. Perugia, Italy, 2009.

TERREROS, I. S. Derechos de propiedad y eficiencia en la forma cooperativa. Una aplicación al caso de las cooperativas vitivinícolas. Universidad de La Rioja, Argentina, 2007.

TOLEDO RODRIGUEZ, J. La estructura del capital: el inicio de la composición financiera de la empresa, Academia Edu, mimeo

VARGAS SANCHEZ, A. Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. UPB - Investigación y Desarrollo., 44-65, 2014.

WESTON, J. F; BRIGHAM, E.F. Fundamentos de administración financiera. Décima edición Tomo 1, Editorial: Mc Graw-Hill, 475, 1995