

POLÍTICA DE AUTOFINANCIACIÓN Y AUSENCIA DE DIVIDENDOS

POR HERNÁN J. RACCIATTI

Sumario

Nuestra Ley de Sociedades Comerciales (LSC) no concede a los socios un derecho a reclamar en cada ejercicio su participación en las ganancias sociales.

Existen sistemas jurídicos que han visto como una solución eficaz a estos problemas el de incluir entre sus normas la obligación de reparto –en concepto de dividendo– de una porción de las ganancias sociales, lo que no consideramos conveniente.

En nuestro sistema es competencia de la asamblea ordinaria la decisión sobre el destino de los beneficios sociales, pudiendo dársele a los mismos el destino de reserva en la medida que sean prudentes y respondan a una razonable administración.

De lo expuesto se puede concluir que si existen razones empresariales que justifiquen su constitución, debe respetarse la valoración que realiza la mayoría (en la asamblea) del mantenimiento de la política de reservas frente al interés individual del socio de obtener el reparto anual de dividendos.

Existe un límite claro a la validez de los acuerdos sociales que vedan la distribución del beneficio social en concepto de dividendo, en la medida que los mismos constituyan de modo claro un vehículo que ha sido específicamente elegido y preparado para evitar el reparto de dividendos a quienes no forman parte del grupo de control.

La financiación de la empresa social

Una sociedad, de las que llamamos *cerradas*, puede acudir a distintas vías o fuentes de financiamiento de la actividad empresarial que desarrolla.

En un modo básico de explicarlo podemos separar las fuentes de financiación *externas* de las *internas*; en las primeras la sociedad acude a la captación de recursos que se encuentran fuera de la propia empresa social, sea en mercados financieros como de capitales, mientras que la segunda forma de financiación se caracteriza por la utilización de recursos propios y de origen interno generados por la misma. Se trata, este último supuesto, de la llamada *autofinanciación* por retención de los beneficios sociales.

Sin embargo, la distinción en relación con las fuentes de financiamiento puede ser más precisa y responder a si la misma se realiza con *fondos propios* aportados por los mismos accionistas a través del capital social –al momento de la constitución de la sociedad o en sucesivos aumentos de capital– y por los fondos generados internamente por la empresa social –vía reservas y prima de emisión, la llamada *autofinanciación*– o si se efectúa con recursos ajenos o de deuda –ya sean obligaciones u otros títulos emitidos, créditos y préstamos–. Nótese que ahora incorporamos dentro del esquema de *capital propio* o *fondos propios*¹ al aporte realizado por el accionista en concepto de capital social, aun cuando se trate de una financiación externa a la empresa social, que difiere de la llamada *autofinanciación* a través de la retención de beneficios generados por la propia empresa. Sin embargo, se incorporan los dos conceptos dentro del término *fondos propios* o *capital propio*, porque no se pone foco en quién lo provee sino en el carácter con el cual los fondos son provistos².

¹ Cuando nos referimos a *fondos propios* pensamos en recursos que son puestas en o a disposición de la empresa social en forma permanente, asumiendo el riesgo o el alea que tiene la actividad empresarial. El capital social es uno de los elementos de los *fondos propios* pero no el único, ya que integrarían dicho concepto todas aquellas fuentes de financiamiento que no generan en la empresa social una obligación de restitución durante la vida de la sociedad. Véase, FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. *El fortalecimiento de los recursos propios*, editorial Marcial Pons, Madrid, 1992, ps. 5 a 24. El autor citado entiende por *recursos propios* a "...aquella parte de la financiación básica de la empresa cuya función es la cobertura de los riesgos derivados de la gestión (en este sentido la expresión equivaldría a la de 'capital-riesgo' por oposición a la financiación con recursos ajenos)...", *ob. cit.*, p. 9.

² Quienes lo proveen no esperan su restitución sino su aplicación a la actividad empresarial que desarrolla la sociedad, lo que ellos controlan por su carácter de socios. Conforme, VÍTOLO Daniel R. "Capital Social, infracapitalización, sobreendeudamiento y el principio de limitación de responsabilidad", en *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Responsabilidad en sociedades anónimas*, editorial Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2005, p. 212.

Frente al *capital propio* se encuentra, como lo indicamos *supra*, el *capital ajeno* o *capital de deuda*, vinculado a la empresa social por tiempo y remuneración, predeterminadas y de origen externo³.

En este esquema queda claro que si la sociedad resuelve –a través de una decisión social tomada bajo el régimen de mayorías– financiar su actividad con *fondos propios* se va a ver afectada la riqueza de los accionistas, tanto sea que ello ocurra porque la resolución establece la *retención* del beneficio social para el desarrollo del negocio social como si se decide el aumento de los aportes que los socios deben realizar en concepto de capital.

El destino de los recursos económicos –la retención en la sociedad en detrimento de la riqueza del socio o el desplazamiento del patrimonio del socio al social– se convierte así, por su carácter generalmente limitado y en especial cuando los intereses de los distintos grupos de socios no se encuentran alineados, en una causa permanente de conflicto entre los accionistas de la sociedad anónima.

Las decisiones sobre el destino de las utilidades obtenidas por la sociedad como causa del conflicto societario

La aplicación o destino del beneficio social es, a la vez, no solo una causa de conflicto entre los socios de mayoría y minoría, sino aún más, uno de los ejemplos típicos por los cuales,

³ Conf. MARTINEZ NADAL Apolonia. “El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima”, ps. 5 a 15, editorial Mc Graw Hill, Madrid, 1996. Las diferencias entre una y otra forma de financiación son claras: el aporte realizado por los socios no deberá, en principio, ser restituído a éstos sino al momento de la liquidación de la sociedad una vez extinguido el pasivo social (arg. artículo 109 LSC), mientras que el dinero recibido de terceros a título de préstamo deberá restituirse en el plazo acordado y con el costo del interés estipulado. Además de los autores que hemos venido siguiendo en relación con este tema, puede verse también, ARAYA Tomás M. “Valuación de los créditos que se capitalizan. Finalidad principal del capital social”, en *La Ley*, Tomo 2.006-C, p. 1221 y las notas realizadas al pie de dicha página. También, VÍTOLO Daniel R. “Capital Social, infracapitalización, sobreendeudamiento y el principio de limitación de responsabilidad”, en *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Responsabilidad en sociedades anónimas*, editorial Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2005, ps. 212 y 213.

en nuestro país, las diferencias suelen llegar a la necesidad de ser resueltas por terceros ajenos a las partes al trasladarse el conflicto al ámbito judicial⁴.

Así, ocurre que en sociedades que revisten las características de las que denominamos “*cerradas*” –aquellas que abordamos en nuestro estudio– la posición de director, de empleado de la sociedad, la posibilidad de lograr una locación de servicios con la misma, constituyen para los socios una forma de obtener recursos económicos de la sociedad distinta o adicional a la distribución entre los accionistas de los beneficios sociales por medio del dividendo. Muchas veces, por cuestiones impositivas o de otro orden, esta situación no se vuelve solo conveniente sino, aún más, necesaria. Pero, queda claro que cuanto más se recibe o se asigna por un concepto (o una posición), menos queda para asignar o repartir por el otro, presentándose en ocasiones verdaderos desequilibrios retributivos que no se condicen con las participaciones de los socios en el capital social. La aplicación de recursos económicos al pago de sueldos, contratos de servicios y gastos de directores o empleados, influye en el beneficio social y, consecuentemente, en la posibilidad de repartir dividendos.

Incluso sucede que el accionista que ya ha percibido beneficios de la sociedad –a través de medios distintos al reparto de las utilidades– suele perder el interés en percibir dividendos,

⁴ Entre otros fallos se puede mencionar, C. N. Com., Sala D, 26 de diciembre de 1979, *in re* “Mihura contra Mandataria Rural S.A.”, en *El Derecho*, Tomo 89, p. 468; C. N. Com., Sala A, 20 de abril de 1990, *in re* “Sichel Gerardo contra Massuh S.A.”, en *Doctrina Societaria*, Tomo III, p. 390; C. N. Com., Sala B, 21 de diciembre 1984, *in re* “Saunier Roberto contra Casa de las Juntas S.A.”, en *El Derecho*, Tomo 115, p. 292; C. N. Com., Sala C, 10 de agosto 10 2001, *in re* “Visco Gilardi Claudio contra Visco Gilardi S.A.”, en *Revista de las Sociedades y Concursos*, N° 11, julio-agosto de 2001, p. 177. Para tener un claro y extenso panorama de las múltiples facetas de litigiosidad que pueden abrirse en relación con el destino de las utilidades, debe verse el excelente trabajo de investigación realizado por DUPRAT, Diego. “Distribución de dividendos: un panorama de la jurisprudencia”, en *Revista de las Sociedades y Concursos*, N° 32, enero/febrero de 2005, ps. 15 a 58, editorial Ad-Hoc. Véase, en coincidencia, la opinión de VÍTOLO, para quien la política de utilidades puede ser, frecuentemente, fuente de conflictos en la medida que la sociedad propenderá a través de la conducción a la acumulación de riqueza para su inversión en nuevos proyectos y expansión, mientras que el accionista, por el contrario, bregará por la más amplia distribución del resultado. Así, VÍTOLO Daniel R. “Necesaria flexibilización del régimen legal de sociedades anónimas en el caso de las sociedades de familia”, en *Conflictos en Sociedades Cerradas y de Familia*, ps. 22 y 23, Ad-Hoc, Buenos Aires.

atendiendo a ya haber sido *retribuido* por su participación social. Y así, el socio que no forma parte de este grupo (y no participa en la gestión social a través de alguna forma contractual específica) se ve marginado de la participación de los beneficios sociales.

¿Otorga nuestra LSC el derecho a reclamar en cada ejercicio el reparto de las ganancias sociales?

De lo expuesto en el párrafo anterior daría la impresión de la necesidad establecer reglas que eviten esa diferencia de derechos y beneficios de uno y otro grupo que, en definitiva, *desalinea* o *quiebra* la unidad de intereses y fines entre los accionistas y actúa como fuente o causa del conflicto⁵.

Existen sistemas jurídicos que han visto como una solución eficaz a estos problemas el de incluir, entre sus normas, la obligación de reparto –en concepto de dividendo– de una porción de las ganancias sociales. Así, Rovira nos recuerda el caso de las legislaciones de Brasil (Ley 6404) y el Código de Comercio de Colombia⁶. A dicha información puede agregarse que el artículo 231 de la Ley General de Sociedades de Perú, N° 26.887, Libro Segundo, Sociedades Anónimas, que establece que es obligatoria la distribución de dividendos en dinero hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio, luego de deducido el monto que debe aplicarse a la reserva legal, si así lo solicitan accionistas que representen cuando menos el veinte por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto, pudiendo esta solicitud solo referirse a las utilidades del ejercicio económico inmediato anterior, y lo dispuesto, en línea similar, por la Ley sobre Sociedades Anónimas N° 18.046 de Chile, que

⁵ El fenómeno es ampliamente tratado en el derecho norteamericano por MOLL, Douglas. "Shareholders oppression & dividend policy in the close corporation", The University of Houston Law Center, *Public Law & Legal Theory Series*, 2004 (This paper can be downloaded without charge at: The University of Houston Working Paper Series Index). Dice este autor: "...The problem, however, is that return on investment in the typical close corporation is not solely based on the corporation's expected returns. Instead, return on investment in a close corporation is usually a combination of return on financial capital and return on human capital. Close corporations employment, in other words, is valuable, and it is often the largest component off the shareholder's overall return on investment....", p. 74.

⁶ Véase ROVIRA, Alfredo. *Pacto de Socios*, p. 160, nota n° 70 al pie de dicha página, editorial Astrea, Buenos Aires.

en su artículo 79 en la parte que refiere a la sociedades cerradas, establece que los estatutos deberán determinar que porcentaje de la ganancia social se destinará a dividendo en cada ejercicio, pero si nada dijera el estatuto, al menos el 30% de las utilidades del ejercicio deberán destinarse al pago de dividendos, salvo disposición unánime en contrario⁷.

Por el contrario, no se infiere de la letra de nuestra LSC un derecho del accionista a exigir en oportunidad del cierre de cada ejercicio que el beneficio social le sea distribuido⁸, total o parcialmente.

Esta decisión es competencia de la asamblea ordinaria que, dentro de los cuatro meses del cierre de cada ejercicio, debe resolver –por mayoría de votos presente que puedan emitirse en la respectiva decisión– sobre la *distribución de las ganancias*⁹.

Sin embargo, este poder de la asamblea no es discrecional ya que para *atesorar* los beneficios sociales a través de la constitución de las reservas facultativas (las *otras reservas*, en los términos del artículo 70 LSC), las mismas deben ser “... *razonables y responder a una prudente administración...*”.

⁷ Artículo 79: Salvo acuerdo diferente adoptado en la junta respectiva, por la unanimidad de las acciones emitidas, las sociedades anónimas abiertas deberán distribuir anualmente como dividendo en dinero a sus accionistas, a prorrata de sus acciones o en la proporción que establezcan los estatutos si hubiera acciones preferidas, al menos el 30% de las utilidades líquidas de cada ejercicio. En las sociedades cerradas; se estará a lo que determinen los estatutos y si éstos nada dijieran, se les aplicará la norma precedente.

⁸ Véase en dicho sentido NISSEN, Ricardo. “En defensa del derecho al dividendo”, en *Temas de Derecho Comercial Moderno*, en homenaje a Fernando Legón, ps. 189 a 192, donde menciona como causas que conspiran contra el reparto de dividendos, fundamentalmente, a los retiros mensuales realizados por los accionistas mayoritarios (que a su vez revisten el carácter de directores) a cuenta de honorarios de directorio, la posibilidad que ofrece nuestra ley de pagar dividendos en acciones, y la inexistencia de una norma concreta que imponga o garantice el pago de un dividendo mínimo en efectivo. También puede verse, entre otros fallos, sosteniendo lo expuesto, C. N. Com., Sala A, 14 de octubre de 1998, *in re* “Scarpati Alfredo contra Agesa”, en *ED*, Tomo 187, p. 687, Cámara Civil y Comercial de Rosario, Sala IV, 3 de abril de 1998, “Tuchin Samuel contra Empresa General Urquiza”, en *Revista de las Sociedades y Concursos*, N° 4, mayo/junio del año 2000, p. 120. En un antiguo fallo, “Jorrat Jorge contra Massuh”, antes de la sanción de la Ley 19.550, el doctor Isaac Halperín expreso en su voto como integrante de la Sala B de la Cámara Nacional Comercial, que “... *La resolución arbitraria de la asamblea de no distribuir utilidades del ejercicio, es susceptible de ser revisada judicialmente..., más para ello es menester: a) impugnar la decisión asamblearia...; b) acreditar la arbitrariedad o el abuso de mayoría...*”.

⁹ Artículo 234, inciso 1 de la LSC.

Respetada esta imposición legal, se concluye entonces, la inexistencia de un derecho subjetivo del socio a reclamar en cada ejercicio su participación en las ganancias sociales.

Una sociedad puede ser administrada y gobernada maximizando el resultado pero teniendo como objetivo concreto la persecución de la prosperidad y crecimiento de la empresa social, lo que impediría o, al menos, retardaría la posibilidad de los socios de acceder a los beneficios sociales en forma de dividendo o, por el contrario, podría administrarse y gobernarse con la idea de no *atesorar* los beneficios sino, de existir éstos, repartirlos anualmente a los accionistas¹⁰. Una u otra decisión tendrá repercusión en la *retribución* que el accionista recibe por el capital *invertido* o aportado (para ser más precisos) en la sociedad.

En tal sentido, no se nos escapa la existencia de una expectativa legítima del accionista de minoría de recibir o de participar razonablemente en la percepción de esas ganancias sociales, pero tampoco pueden pasarse por alto las ventajas que, en determinado momento y desde el punto de vista de la economía de la empresa social, podrían derivarse del atesoramiento (parcial o total) de los beneficios sociales para su reinversión con fines de expansión o para afrontar necesidades puntuales de la sociedad o, aún más, situaciones críticas o difíciles que el mercado pueda estar indicando a la sociedad (o a sus administradores)¹¹.

¹⁰ En dicha línea, Rovira nos recuerda que "... *contra el derecho individual de obtener utilidades se opone el interés común de los socios, concebido como el interés social a desarrollar en el cumplimiento del objeto. Así, los socios, para la concreción del interés final y convergente de todos ellos, determinante y fin a la vez, pueden verse obligados a postergar su interés egoísta de maximizar su renta, identificándose con el interés tenido en cuenta al formar sociedad...*"; ROVIRA, Alfredo, *ob. cit.*, p. 160. Ver asimismo, COHEN DE ROIMISER, Mónica. *El interés social en la sociedad anónima*, p. 97 y siguientes, Buenos Aires, editorial DEPALMA.

¹¹ Refiriéndose a las ventajas e inconvenientes de optar por una u otra fuente de financiación (externa o interna, capital propio y ajeno) Apolonia Matínez Nadal expresa que "... *la estructura óptima de financiación empresarial es aquella combinación del capital propio y capital de crédito que proporciona, a aquellas empresas que la posean, la doble ventaja de permitir la maximización del valor de la empresa y la riqueza del accionista, y la maximización del coste de capital, con aumento de la capacidad de inversión... Pero la posibilidad de determinar una estructura de financiación óptima, que establezca la adecuada proporción, magnitud, o volumen que debe tener cada fuente de financiación dentro de la estructura global es, sin embargo, una cuestión ampliamente tratada por la doctrina con la conclusión generalizada de que no puede establecerse una estructura financiera óptima para cualquier empresa y en cualquier momento; ésta dependerá de cada empresa, y del riesgo económico asumido*

Así, entonces, siendo que la autofinanciación conlleva un incremento de los *fondos propios* y, consecuentemente, del patrimonio social, será difícil considerar que la reserva constituida por la decisión asamblearia no es *prudente* o que la decisión contraría el interés social, porque las necesidades empresariales de la sociedad¹² darían lugar a considerar al atesoramiento como *razonable*, aun cuando las reservas existentes pudieran ser elevadas o nos encontráramos frente a un supuesto donde se hubieran retenido los beneficios sociales durante varios ejercicios¹³.

Piénsese que si el mercado advirtiera que los socios no están dispuestos a dotar a la sociedad –al menos, de parte– de los recursos necesarios para desarrollar los negocios sociales o para afrontar las necesidades del mercado o situaciones de crisis, sino que se los reparten íntegramente ejercicio tras ejercicio, difícilmente se logre que los proveedores y financiadores externos quieran *acompañarla* en su emprendimiento.

La consideración expuesta adquiere más relevancia aún si se ponderan las escasas alternativas de financiación que

por la misma, del sector industrial en que desarrolla su actividad, del marco legal en que opera y de los mercados financieros en que las empresas captan sus recursos. E incluso será variable respecto de una misma empresa a lo largo del tiempo, en función de sus necesidades de financiación...". MARTINEZ NADAL, Apolonia. *Ob. cit.*, ps. 10 y 11.

¹² Pensamos en la necesidad de inversiones impuestas por la evolución tecnológica de sus equipamientos o, en supuestos, exigidas por los propios organismos estatales que pueden controlar la actividad (empresas de radio-difusión, compañías de seguros, distribuidoras de gas, empresas de telecomunicaciones, mineras, concesionarios de servicios públicos de transporte, etc.) o en la necesidad de invertir para mantener una posición comercial en el mercado frente a cambios que pueden producirse o presencia de nuevos competidores, por mencionar solo algunas posibilidades.

¹³ En este sentido, en el derecho español, SANCHEZ RUIZ, Mercedes. *Conflictos de intereses entre socios de sociedades de capital*, ps. 208 a 212, editorial Aranzadi, 2000; también, MUÑOZ MARTIN, Noemí. "El derecho al dividendo", en *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, Capital y Acciones, Volumen 17 ps. 310 a 322, editorial Civitas; en el derecho italiano, BRUNO, Nicolo. "La giurisprudenza sul diritto agli utili del socio di società per azioni", 2001, Archivo CERADI (Centro di ricerca per il diritto d'impresa). En el derecho francés, en una decisión del 16 de junio de 1998, la Cámara Comercial consideró que el rechazo por socio igualitario de votar el pase a reservas del beneficio social cuando era necesario para realizar una importante inversión, constituía un abuso de igualdad, referido el antecedente por LECOURT, Benoit. "Anulation d'une décision sociale de mise en réserve des bénéfices pour abus de majorité", en *Revue des Sociétés*, N° 2, Avril/Juin 2004, p. 344.

existen en nuestro país para sociedades pequeñas o de media envergadura.

Si existe insuficiencia y dificultad para el financiamiento para sociedades pequeñas o medianas, imponer por vía legal, como ocurre en algunos países de América del Sur, o jurisprudencial el reparto obligatorio de utilidades implicaría incurrir en el desacierto de no contemplar la realidad.

Valga como muestra de ello que en nuestro país el crédito bancario representa, apenas, el 6,9% de las fuentes de financiamiento de pequeñas o medianas empresas, mientras que el 79% de la financiación proviene de la reinversión de sus utilidades¹⁴ y, obviamente, si se coarta o limita la “casi” única fuente de financiación existente se afecta en igual medida la tasa de crecimiento de la economía de un país.

Y una señal adicional de la casi obligatoria necesidad de dotar a la sociedad de fondos propios viene de la propia doctrina y de la jurisprudencia –en especial la laboral– que ponen sobre el tapete el *fenómeno* de las sociedades infracapitalizadas.

“Sequía de dividendos”¹⁵ y abuso de derecho

Sin embargo, y más allá de lo expuesto en el parágrafo anterior, existe un límite claro a la validez de los acuerdos sociales que vedan la distribución del beneficio social en concepto de dividendo, en la medida que los mismos constituyan de modo claro un vehículo que ha sido específicamente elegido y preparado para evitar el reparto de dividendos a quienes no forman parte del grupo de control. El fundamento se encuentra, entonces, en

¹⁴ Conf. DAPENA, José. “Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para la Argentina”, Universidad del CEMA y Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2007, citado por LANUS OCAMPO, María Cecilia. “Responsabilidad por mal asesoramiento en el mercado de capitales”, en *La Ley*, boletín del martes 2 de junio de 2009, p. 2. De acuerdo a lo expuesto por la autora citada, la situación de nuestro país en lo que refiere a fuentes de financiación no es muy distinta de la del resto del mundo, ya que en América Latina el 80,6% del financiamiento proviene de la reinversión de ganancias, mientras que solo el 7,4% proviene del crédito de bancos.

¹⁵ Tomamos el término “Sequía de dividendos” de un artículo tomado del *blog* de ALFARO AGUILA REAL, Jesús, titulado “Pagos en especies a socios y administradores: hay que reflejarlos en las cuentas. La “sequía de dividendos” puede ser abusiva”, en el cual comenta la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid del 24 de septiembre de 2009.

el ejercicio abusivo por la mayoría de su facultad de resolver en relación con los beneficios sociales del ejercicio.

Ya dijimos que no puede concluirse de modo directo (o concluyente) que la existencia de elevadas reservas facultativas o la reiteración de la decisión de no repartir los beneficios constituyan por sí mismas evidencia suficiente para anular la resolución asamblearia. Tales decisiones pueden estar fundadas en motivos empresariales perfectamente razonables.

A nuestro juicio, el abuso se patentiza en la ausencia de justificación empresarial, a lo que podría añadirse otros posibles *indicios* o *síntomas* tales como la existencia de importantes remuneraciones para los socios mayoritarios, el reiterado atesoramiento del beneficio social frente a las elevadas reservas y la ausencia de inversiones concretas o planeadas, o que la reiteración sin reparto de dividendos venga acompañada de una reiteración de ejercicios de resultados muy positivos cuya continuidad es previsible, o acompañado de un elevado índice de liquidez, o cuando se adviertan otros fines tales como la inducción a que los socios minoritarios abandonen la sociedad vendiendo, desfavorablemente, su participación, todas cuestiones que deberán ser valoradas en conjunto y en el caso concreto.