

LA REMUNERACIÓN DEL DIRECTORIO DESDE EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

Tomás J. Arecha

PONENCIA

Dadas las características propias del modelo de capital concentrado vigente en el sistema societario argentino podría establecerse como un parámetro de interpretación del análisis económico del Derecho Societario que con el propósito de formular políticas legislativas debe proponerse atenuar aquellas operaciones en que medie conflicto de intereses entre socios o accionistas mayoritarios y minoritarios.

En este marco, el art. 261 LGS tiende correctamente a alinear los intereses de estos dos grupos evitando que la mayoría adquiera a través de la retribución un dividendo de facto. En este orden cabe destacar que la relación del límite retributivo a sus dos variables, resultado del ejercicio y porcentaje del resultado afectado a dividendos, nos encontramos frente a una norma eficiente en términos del análisis económico del derecho ya que mediante dicho sistema se promueve el aumento del límite retributivo en la medida que los accionistas perciban más dividendos.



1. Teoría de la agencia

El análisis económico del derecho se ha convertido en una de las principales herramientas para el estudio y desarrollo de las diversas disciplinas en que se divide el derecho comercial. El éxito de la teoría económica en diversos ámbitos del conocimiento jurídico obedece a que esta disciplina suministra una base científica para predecir las consecuencias que una sanción jurídica habrá de tener en el comportamiento de sus destinatarios¹. La perspectiva básica del análisis del

¹ REYES VILLAMIZAR, Francisco, “Análisis económico del derecho societario”, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed., 2012, Bogotá, pág. 22.

económico del derecho consiste en visualizar al ordenamiento jurídico de una manera particular: las leyes actúan como incentivos para el cambio o realización de conductas y como instrumentos para objetivos de política económica²³.

La teoría de la agencia considera a la empresa como un complejo entramado de relaciones contractuales entre los diferentes actores que intervienen (vrg., accionistas, directores, clientes, proveedores, empleados, etc). Cuando la hacienda empresaria adquiere personería jurídica bajo la forma de sociedad, ésta constituye el nexo de referencia del conjunto de todas las relaciones contractuales.

Bajo esta concepción, las relaciones contractuales en el seno de todas las organizaciones se entienden como relaciones de agencia en las que una parte -el agente- se obliga a realizar algo para la otra parte -el principal-.

Estas relaciones contractuales son las que generan el problema de agencia⁴⁵, el que se define⁶ esencialmente como un problema de control, que se verifica cuando las consecuencias de las decisiones recaen sobre sujetos diferentes de

² PAOLANTONIO, Martín, “El análisis económico del derecho y la estructura societaria”, en *“Análisis económico del derecho”*, Dir. Viviana Kluger, Ed. Heliasta, Buenos Aires, 2006, pág. 13.

³ En el mismo sentido se ha expresado que “Realizar un estudio sobre la economía de las normas del derecho societario implica una revisión de los institutos contenidos en las regulaciones societarias y de los incentivos que estos generan sobre la práctica mercantil vigente” (IANELLO, Pablo A., “Una aproximación al análisis económico del derecho societario”, Revista Argentina de Derecho Empresario, Num. 11, 01/07/2012.

⁴ “Para la teoría de la agencia la unidad de análisis es el contrato, que regula la relación entre agente y el principal, a partir del cuál se busca evaluar la maximización del beneficio, entregando asunciones acerca de personas, la organización y la información”. (MARIN IDARRAGA, Diego A., “Teoría de la agencia y costos de transacción: una observación teórica de sus postulados”, Revista Mutis, Volumen 2, pp. 66-88, Bogotá.

⁵ Se llega a señalar, incluso, que la legislación sobre sociedades no tiene otro objetivo que el de neutralizar tales problemas y procurar reducir los costos que de ellos surgen. (REYES VILLAMIZAR, Francisco, *“Análisis económico del derecho societario”*, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 68).

⁶ El desarrollo teórico de la cuestión de agencia, aunque sin una presentación formal del tema, se debe a Berle y Means, y su conocido trabajo *The Modern Corporation and Private Property*, publicado en 1931, con la advertencia acerca de los riesgos de la concentración económica y la separación entre propiedad y control. El acercamiento más formal, y verdadero pilar de la teoría de la agencia, es el trabajo de Jensen y Meckling, *Theory of the Firm: managerail behavior, agency cost and ownership structure*, publicado en 1976. (PAOLANTONIO, Martín, “El análisis económico del derecho y la estructura societaria”, en *“Análisis económico del derecho”*, Dir. Viviana Kluger, Ed. Heliasta, Buenos Aires, 2006).

los que las adoptan⁷. Existiendo una delegación decisoria se hace evidente el potencial conflicto de intereses entre el agente y el principal, ya que la maximización de utilidades de los administradores puede realizarse a expensas de los accionistas de la sociedad⁸.

Esta necesidad de controlar la actuación de los administradores impone costos cuya distribución es estudiada por el análisis económico del Derecho bajo los parámetros de eficiencia en la asignación. Los mecanismos de control pueden tener un origen legal, contractual en sentido estricto, o seguirse de la existencia de un mercado de control societario que limite la posibilidad de un comportamiento oportunista⁹. En la primera categoría se encuentran las normas de la Ley de Sociedades, que asignan poderes a los accionistas y limitaciones a la actuación oportunista de los administradores sociales¹⁰.

Ciertamente, los problemas de mandato o agencia que ocurren en sistemas societarios caracterizados por la alta concentración de la propiedad, difieren en buena medida de aquellos presentes en ciertos mercados de capitales altamente desarrollados y provistos de gran liquidez. En estos últimos, se produce una disyunción entre la titularidad del capital y el control sobre la sociedad. Este fenómeno obedece a las sociedades generalmente cotizantes, integradas por un elevado número de socios “pasivos”, más preocupados por la rentabilidad del capital invertido en acciones que por los asuntos de la sociedad, y los socios denominados “activos” -normalmente titulares de una pequeña participación en

⁷ PAOLANTONIO, Martín, “La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas”, Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 21, 1999, pág. 295.

⁸ Conforme lo explica Reyes Villamizar, “El inconveniente, sin embargo, es que, en la práctica, el mandatario no estará en condiciones de subordinar por completo su propia utilidad, al beneficio exclusivo del mandante. La existencia de intereses contrapuestos incrementa la propensión al oportunismo del agente. Puesto en otros términos, las características propias de la relación de agencia aumentan la proclividad del agente a actuar en interés personal, y en esa medida, pueden menoscabar los intereses del principal”(REYES VILLAMIZAR, Francisco, “Análisis económico del derecho societario”, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 67).

⁹ En Argentina es muy poco frecuente la utilización de este método de control por las escasas OPA.

¹⁰ PAOLANTONIO, Martín, “La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas”, Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 21, 1999, pág. 298.

el capital social- que concentran en sus manos todo el poder económico de la empresa y por esta vía deciden su rumbo y destino¹¹¹².

En su concepción clásica, la teoría de los problemas de agencia se desarrolló inicialmente para analizar el vínculo entre los titulares del control del capital social y los administradores, pero el desarrollo de la teoría puede extenderse también a otras relaciones que tienen lugar en el ámbito societario. En este orden, la doctrina ha identificado tres particulares manifestaciones de los problemas de agencia en el ámbito de las sociedades.

El primero, y bajo el análisis clásico de la teoría, se manifiesta entre los accionistas y los administradores de la sociedad. En este orden, y como se expresó, el problema radica en que los administradores, como agentes racionales, buscarán la maximización de su utilidad, con el riesgo de imponer su interés por sobre el de su mandante, los accionistas.

El segundo de los problemas de agencia es que surge entre accionistas mayoritarios y minoritarios. En este caso, se parte de la relación de agencia existente entre los primeros, como mandantes, y de los segundos, como mandatarios, de manera que aquéllos le encargan a éstos la adopción de decisiones óptimas en la dirección de la sociedad. El problema de agencia se presenta, cuando, en el ejercicio del encargo, los mayoritarios dejan de atender al interés social para favorecer en mayor medida su provecho personal, como en los casos de apropiación de los beneficios privados del control. Estos problemas se presentan con mayor intensidad en los contextos de concentración de capital¹³.

Finalmente, se encuentra el problema de agencia entre la sociedad y los terceros interesados. Estos últimos, en la terminología anglosajona se conocen como *stakeholders*. Se trata de todos aquellos individuos que, sin tener participación interna en la sociedad como accionistas o administradores, se ven afectados por la actividad de la sociedad, bien en relaciones contractuales o extracon-

¹¹ REYES VILLAMIZAR, Francisco, “*Análisis económico del derecho societario*”, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 68.

¹² Sostiene LUCHINSKY, citando a Adolf Berle que la extrema atomización del accionariado ocasionaba problemas de acción colectiva para monitorear efectivamente a la clase corporativa ascendente. Ningún accionista era lo suficientemente grande para incidir con sus derechos políticos en las decisiones asamblearias, y ni siquiera existían incentivos concretos para ejercer algún tipo de control efectivo frente a un management muy poderoso. De allí deriva la nueva concepción de la propiedad, específica del mundo societario, con titulares de dominio sin control y sin responsabilidad. (LUCHINSKY, Rodrigo, “*La Sociedad en las Sociedades*”, Ediar, Buenos Aires, 2015).

¹³ REYES VILLAMIZAR, Francisco, “*Análisis económico del derecho societario*”, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 70.

tractuales. En este último, el problema de agencia se asume que estos terceros son los mandantes que encomiendan a la sociedad, como agente, que desarrolle su objeto social en forma que no les resulte perjudicial. Vale decir, que actúe de forma responsable con la comunidad con la que opera y que cumpla sus compromisos contractuales con terceros. El problema se presenta cuando la actúa en contra de los intereses de estos individuos con el propósito de beneficiar los suyos propios¹⁴.

Los regímenes societarios donde prevalece la alta concentración de capital se caracterizan por el hecho de que la titularidad de las acciones que se encuentra en cabeza del principal o principales accionistas supera el cincuenta y uno por ciento de aquellas en circulación. En esta medida, los propietarios de tales porcentajes de capital detentan el control pleno de las determinaciones en todos los órganos de la sociedad.

Tal es el caso de América Latina donde el alto nivel de concentración de capital en las sociedades implica que el control sea ejercido con exclusividad por los accionistas mayoritarios. Se ha sostenido, en efecto, que, como resultado de la estructura de capital de las sociedades latinoamericanas, el aspecto central en los regímenes societarios de esta región es la posible divergencia de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios¹⁵. Desde tal parámetro, la estructura de la organización societaria de la Región puede catalogarse dentro del llamado “modelo tradicional”. Este se basa, a diferencia de las estructuras de capital disperso, en derechos de propiedad, de modo que aquellos accionistas que suministran los recursos acceden directamente a la administración de la sociedad¹⁶.

Dadas las características de la estructura societaria de la región, podría establecerse como un parámetro de interpretación del análisis económico del Derecho Societario en América Latina que corresponde tener en cuenta el modelo de capital concentrado que prevalece con el propósito de formular políticas legislativas que correspondan a la estructura de capital dominante en estos mercados, con lo que los regímenes jurídicos latinoamericanos deberían enfocarse con mayor propiedad en el problema de agencia que se origina en el conflicto existente entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Por lo tanto las propuestas de política legislativa tendrían que proponerse atenuar aquellas operaciones en que

¹⁴ REYES VILLAMIZAR, Francisco, *“Análisis económico del derecho societario”*, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 71.

¹⁵ REYES VILLAMIZAR, Francisco, *“Análisis económico del derecho societario”*, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 39.

¹⁶ La OCDE ha reconocido el alto grado de concentración de las empresas latinoamericanas “White paper on Corporate Governance in Latin America”, 2203, p. 9.

medie conflicto de intereses, y en las que se presenta una distracción de beneficios privados de control por parte de los socios o accionistas mayoritarios¹⁷.

Esta situación también se verifica en la Argentina, donde se ha constatado que en las sociedades cotizantes el principal accionista individualmente es titular en promedio de aproximadamente el 60% del capital social, nivel que se incrementa a medida que disminuye la capitalización. Por su parte, en aquellas sociedades no cotizantes, se ha demostrado un nivel de concentración en el principal accionista cercano al 90% del capital social¹⁸.

2. Los problemas de agencia en las sociedades abiertas.

La separación entre la propiedad y control que se verifican en las grandes sociedades anónimas, originada por el aumento y dispersión del accionariado y la especialización de la gestión empresarial, profundizó los conflictos en esta relación, lo que generó ingentes esfuerzos para solucionarlos o al menos atenuarlos, mediante la adopción de mecanismos tendientes a alinear los intereses de los administradores con lo de los accionistas.

En este marco, los costos para el principal surgen de la adopción de mecanismos internos y externos de control sobre los administradores (auditorías, directores independientes, sistema formal de control, restricciones presupuestarias, régimen de autorizaciones previas, etc.) así como en imposición de un sistema de incentivos contractuales (participación en las ganancias, honorarios vinculados a la productividad, esquemas y fórmulas de compensación) tendientes a supervisar y condicionar positivamente la actividad del agente.

Se plantea de este modo un dilema esencial relativo a la utilización de los métodos de remuneración de los administradores como elemento tendiente a reducir los problemas de agencia entre éstos y accionistas, y al efecto, resulta esencial resolver cómo puede relacionarse la retribución con el resultado económico de su actuación.

A este interrogante el análisis económico del derecho responde generalmente proponiendo esquemas de compensación que alineen los intereses de los accionistas con el de los directores o administradores mediante esquemas que relacionen la retribución con el resultado de la actividad empresarial. Así, típica-

¹⁷ REYES VILLAMIZAR, Francisco, *“Análisis económico del derecho societario”*, Ed. Pontificia Universidad Javeriana, 1 era ed, 2012, Bogotá, pág. 43.

¹⁸ LUCHINSKY, Rodrigo, en su trabajos de investigación de campo publicados en *“Gobierno societario, mercados y conflicto”*, Ediar, Buenos Aires, 2012 y *“La Sociedad en las Sociedades”*, Ediar, Buenos Aires, 2015.

mente, la retribución consiste en un conjunto de beneficios económicos en los que una parte relevante tiene carácter contingente, sujeto a la obtención de determinados objetivos o resultados. Por este motivo es que la composición actual de la retribución de los administradores y ejecutivos de las sociedades anónimas modernas que ofrecen sus acciones públicamente presenta notas homogéneas, y un claro abandono de esquemas apoyados primariamente en el componente fijo de la compensación. Mediante estos métodos se persigue reducir el problema de agencia, ya que las decisiones de los administradores o ejecutivos no sólo tendrán impacto en el patrimonio de los accionistas o de la sociedad, sino que también, en mayor o menor grado, en el de los implicados en el esquema de participación¹⁹.

De este modo, el principal transfiere parte del riesgo a los agentes a través de la vinculación de la remuneración a éstos -ya sea en forma de bonos, acciones, opciones sobre acciones- a los resultados, de manera tal que el principal trata de asegurar así que el agente actúe de acuerdo con sus intereses²⁰.

Si bien la transferencia del riesgo puede entenderse como útil en términos de alineación de intereses, debe advertirse que una transferencia excesiva del riesgo al agente puede provocar cambios en su comportamiento, llevándole a adoptar decisiones excesivamente conservadoras y que sean perjudiciales para el principal, y por lo tanto para la marcha de la empresa. En este marco, cuando el riesgo empresarial sea elevado, un mayor uso de los pagos de incentivos mediante participación en las ganancias incrementa todavía más el riesgo que soportan los administradores, de tal manera que, puede llegar a convertirse en disfuncional para dirigir el comportamiento de éstos²¹.

Considerando los aspectos relevantes de la compensación de los administradores de las sociedades anónimas abiertas, cabe ahora formular algunas consideraciones sobre el régimen de remuneración legal previsto en la Ley General de Sociedades desde la óptica del análisis económico del derecho.

Si partimos de la base que la reducción de los costos de agencia se puede generar a través de mecanismos de compensación que alineen los intereses de

¹⁹ PAOLANTONIO, Martín, “La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas”, *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, N° 21, 1999, pág. 311.

²⁰ LOPEZ RODRIGUEZ, José, “Riesgo empresarial y retribución de directivos: una literatura más relevante desde la teoría de la agencia.”, *Revista de Economía y Empresa*, n° 46, Vol. XVII, 2002, pág. 124.

²¹ LOPEZ RODRIGUEZ, José, “Riesgo empresarial y retribución de directivos: una literatura más relevante desde la teoría de la agencia.”, *Revista de Economía y Empresa*, n° 46, Vol. XVII, 2002, pág. 126.

los accionistas con los de los administradores, en principio, la norma del art. 261 LGS genera una apariencia favorable al disponer que las retribuciones al administrador quedarán sujetas al monto de las ganancias del ejercicio.

Sin embargo, la regla “*no hay honorarios si no hay ganancias*” puede resultar contraproducente en una economía recesiva, ya que es lógico pensar que habrá menos administradores dispuestos a poner sus capacidades al servicio de una sociedad cuando es muy probable que el desenlace negativo del ejercicio económico lo prive -si no se dan ciertas circunstancias excepcionales del art. 261- de todo derecho a una retribución, lo que en definitiva impone una asunción excesiva del riesgo.

El sistema de limitación legal global fijado por el ordenamiento argentino ha generado que se desarrolle en el ámbito jurisprudencial la denominada *teoría del riesgo empresario* aplicada a los directores la que descansa en conceptos propios de la teoría de agencia en el marco del análisis económico del derecho.

Bajo esta teoría se enrola la concepción económico jurídica que la retribución a los administradores sólo está justificada si engendra un beneficio superior al costo de su servicio. Como consecuencia de aquello, la remuneración sólo sería procedente si la gestión del administrador ha permitido la obtención de un rédito para el capital, es decir, una explotación no deficitaria que deje un beneficio distribuable o lo que técnicamente se conoce como tasa positiva de retorno²². Es así que bajo los principios de esta teoría la remuneración aparece condicionada y subordinada a la existencia de ganancias.

En el ámbito jurisprudencial, esta teoría ha sido recepcionada originariamente por el fallo “*Riviere de Pietranera*”²³²⁴. La tesis del fallo surge evidente del primer párrafo de la sentencia al establecer que “*resulta evidente que nos*

²² SASOT BETTES, Miguel y SASOT, Miguel P. *Sociedades anónimas. El órgano de administración*, ob. cit., pág. 255.

²³ CNCom, Sala B, 07/07/1995, “*Riviere de Pietranera c/ Riviere e Hijos SA*”, LL 1997-A-134.

²⁴ El fallo ha sido ampliamente comentado por la doctrina nacional, recogiendo críticas y apoyos, lo que demuestra las contraposición doctrinaria sobre la materia retributiva. En este orden se ha dicho que “La doctrina del fallo “*Riviere de Pietranera*” es disvaliosa y no se compadece con los antecedentes del art. 261 de la Ley 19.550, ni con la opinión de nuestra más autorizada doctrina. No escapa al suscripto que el fallo “*Riviere de Pietranera*” tuvo la mejor de las intenciones para solucionar un caso concreto, pero su error fue construir una teoría general para sustentar una sentencia particular que pudo encontrar fundamentos en los derechos del caso” (MATA Y TREJO, Guillermo E. “La remuneración de los directores de Sociedades Anónimas. Necesidad de un planteo normativo y doctrinario”, ED 199-556). En sentido contrario, NISSEN, Ricardo A., “Un fallo ejemplar en materia de remuneración de directores de sociedades anónimas”, LL 1997-A-134.

hallamos dentro de un campo íntimamente vinculado a los riesgos empresarios, a la defensa del interés social y al principio de participación en las ganancias y soportación de las pérdidas que afecta a los socios”, al referirse a los principios establecidos en el art. 1° de la LGS que recepta el concepto de sociedad en el derecho argentino.

Según el fallo, estos principios relacionados al riesgo empresario en razón de participación en los beneficios y soportación de las pérdidas que impregna fuertemente el derecho societario resultan aplicable también a quienes las dirigen; aseveración que entiende justificada por el fin primordial de toda sociedad comercial —el lucro—, y en razón de ser una solución concordante con la finalidad perseguida por la ley, que tiende a proteger el interés social.

En esta interpretación jurisprudencial, se reconoce que el alea asumida no es la misma para quienes revisten el carácter de accionistas, que para quienes se desempeñan como directores. Sin perjuicio de ello, esta teoría sostiene que los directores, no obstante hallarse investidos del derecho a la remuneración, también asumen el riesgo de la empresa, que sin ser el de los accionistas, resulta análogo. En esta inteligencia, la sentencia citada argumenta que quienes aceptan desempeñarse profesionalmente en el cargo de director de una sociedad anónima, *“quedan vinculados con la suerte de la empresa en la que desarrollarán sus tareas, de modo que si los emprendimientos comerciales no resultan fructíferos, la retribución será, en principio, acorde con los resultados.”*

En esta tesitura, esta corriente jurisprudencial sostiene que la labor de los directores debe ser remunerada *“a porcentaje de las ganancias obtenidas”* por el ente al cual pertenecen, con el alea que ello conlleva. Agrega que *“la forma habitual de la remuneración de los directores es la participación en las utilidades, y si ellas no existen, los directores no tienen derecho a reclamar retribución alguna, pues para ellos sus honorarios no son la contrapartida de la función cumplida, sino del resultado de dicha gestión”*.

Sostiene finalmente el sentenciante que *“No desconozco que esto puede traer serias consecuencias al director de una sociedad que no obtenga ganancias, pero, insisto, ese riesgo fue voluntariamente asumido por el director que acepta el cargo. Tampoco puede perderse de vista que en caso de obtenerse pingües beneficios el director participaría de ellos en la medida establecida por la ley.”*

Bajo el análisis en cuestión, corresponde entonces concluir, que el régimen del art. 261 de la Ley General de Sociedades, si bien aparenta responder a la disminución de los posibles problemas de agencia entre administradores y accionistas, no necesariamente logra alinear los intereses de unos y otros. Es así que bajo la posibilidad de que nada perciban los administradores antes la inexistencia de resultados, importa una transferencia excesiva del riesgo al administrador, y que

esta situación en definitiva resulte que pierda todo incentivo para el cumplimiento de su función, especialmente en momento de crisis económicas.

El régimen de excepción del art. 261 LGS que permite la posibilidad de que la asamblea pueda disponer la aprobación de remuneraciones a pesar de las pérdidas, si bien en los términos planteados en el párrafo anterior puede resultar beneficioso para intentar el incentivo del director en obtener una buena remuneración, genera igualmente un escenario excesivamente aleatorio que importa un pago aprobado ex post y carente de certeza, y sujeto a las particulares características del voto de los accionistas en las sociedades abiertas contemporáneas²⁵.

3. Los problemas de agencia en las cerradas

Como lo expresé anteriormente, los problemas de agencia y, su contracara, los esfuerzos por alinear los intereses de accionistas y administradores no se verifican en forma relevante en las sociedades cerradas en lo que se refiere a su delimitación tradicional. En este tipo de sociedades es habitual que tanto la propiedad como la gestión se encuentren en manos de las mismas personas. Esta identidad entre accionistas y administradores evita la existencia de conflictos de intereses entre los identificados con cada uno de dicho estatus. En términos generales, esta identificación entre los accionistas y administradores aparecería como una ventaja.

En una sociedad cerrada donde propiedad y control generalmente se aúnan en las mismas personas, los administradores resultarán en consecuencia propietarios del capital y en consecuencia, sufrirán -directamente- los efectos positivos y negativos de sus decisiones, especialmente a las vinculadas a la asignación de recursos.

No obstante, los supuestos de divergencia de interés y conflicto de agencia se configuran cuando hay accionistas que no son administradores o que no han podido elegir un administrador que los represente en el órgano de administración. A medida que comienza a insinuarse una brecha entre propiedad y control, el administrador que no es propietario del cien por ciento del capital tratará de apropiarse de recursos sociales a través de privilegios o mecanismos distintos a los de la distribución de dividendos, como suele ser el aumento de los sueldos u

²⁵ PAOLANTONIO, Martín, “La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas”, Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 21, 1999, pág. 314.

honorarios, la contratación de familiares, el uso de bienes sociales, la financiación de hobbies personales o cualquier otro tipo de desviación²⁶.

Es por ello que en las sociedades cerradas los conflictos se verifican, no en la relación de los administradores/accionistas propiamente dicho, sino entre la relación entre accionistas minoritarios y mayoritarios o de control que se eligen a sí mismos administradores o eligen a los miembros del órgano de administración. Por estas especiales características los sistemas de control deben dirigirse hacia la protección de los accionistas minoritarios ante los abusos de los mayoritarios²⁷ los que frecuentemente se verifican a través de la fijación de remuneraciones abusivas y una política de retención de los dividendos para asfixiar financieramente a los minoritarios.

En términos de eficiencia económica en el conflicto de agencia que se presenta en las sociedades cerradas, podemos afirmar que el art. 261 tiende a alinear los intereses de estos dos grupos evitando que la mayoría adquiera a través de la retribución un dividendo de facto. En este orden cabe destacar que la relación del límite retributivo a sus dos variables, resultado del ejercicio y porcentaje del resultado afectado a dividendos, nos encontramos frente a una norma eficiente en términos del análisis económico del derecho ya que mediante dicho sistema se promueve el aumento del límite retributivo en la medida que los accionistas perciban más dividendos.

No desconozco que la norma del art. 261 LGS ha sido criticada desde antaño por diversos motivos. Entre ellos, se ha expresado que la norma ha sido sancionada teniendo en miras el caso patológico como son las situaciones de evidente abuso de las remuneraciones ante inexistentes pagos a de dividendos a accionistas. Sin embargo, y de acuerdo a los principios esenciales del análisis económico del derecho, entendemos que la norma resulta eficiente por cuanto mediante la misma se intenta alinear los intereses de mayorías y minorías fijando un estricto marco regulatorio que intenta regular el conflicto de agencia en las sociedades en términos de intereses de mayorías y minorías en la asignación de recursos.

²⁶ Se da en situación de opresión a las minorías donde una típica conducta se manifiesta por ahogar financieramente a las minorías mediante el no reparto de dividendos, lo que en definitiva implica que la mayoría deba acceder a los resultados por dividendos de facto, como suelen ser los honorarios. (VAZQUEZ LAPINETTE, Tomás, “La protección de las minorías frente a la opresión”, Ed. Civitas, 1 era Ed., Madrid, 2007)

²⁷ DUPRAT, Diego A. “Los conflictos de agencia en las sociedades cerradas”, RDCyO, 24 de abril de 2012.

4. Conclusión

Dadas las características propias del modelo de capital concentrado vigente en el sistema societario argentino podría establecerse como un parámetro de interpretación del análisis económico del Derecho Societario que con el propósito de formular políticas legislativas debe proponerse atenuar aquellas operaciones en que medie conflicto de intereses entre socios o accionistas mayoritarios y minoritarios.

En este marco, el art. 261 LGS tiende correctamente a alinear los intereses de estos dos grupos evitando que la mayoría adquiera a través de la retribución un dividendo de facto. En este orden cabe destacar que la relación del límite retributivo a sus dos variables, resultado del ejercicio y porcentaje del resultado afectado a dividendos, nos encontramos frente a una norma eficiente en términos del análisis económico del derecho ya que mediante dicho sistema se promueve el aumento del límite retributivo en la medida que los accionistas perciban más dividendos.