

16

IV CONGRESO  
DE  
DERECHO SOCIETARIO

Mendoza, mayo de 1986

Comisión II  
RESPONSABILIDAD EN MATERIA SOCIETARIA

---

TEMA:

RESPONSABILIDAD DE LAS MAYORIAS  
POR RETENCION DE DIVIDENDOS

DR. RICARDO OLIVERA GARCIA

Instituto de Derecho Comercial

Universidad de la República Oriental del Uruguay

**FALTA PÁGINA**

## 1.- INTRODUCCION

Entre los problemas que modernamente se plantean en torno a la protección de las minorías en las sociedades anónimas, cobra singular importancia el que tiene relación con el pago periódico de dividendos a los accionistas.

Desde hace ya algún tiempo, la doctrina ha venido destacando la profunda transformación operada en las grandes sociedades anónimas, donde la idea clásica de unos socios contractuales que se reúnen para tomar acuerdo sobre la marcha de los negocios sociales ha venido desapareciendo (1). Como contrapartida, cada vez se afianza más la figura del accionista interesado fundamentalmente en el retorno de la inversión realizada -ya sea a través del dividendo percibido o de la mayor cotización de sus acciones- que la figura del accionista que asume su condición de co-administrador de la sociedad, a través de su participación en los órganos sociales.

Como ya afirmaba RIPERT (2), la imagen del accionista dueño de la sociedad se ha ido diluyendo cada vez más, a la par que se transforma en un inversionista que aporta sus fondos con la finalidad de obtener una renta.

Este fenómeno ha permitido el acceso directo de las sociedades anónimas al mercado de capitales, recibiendo recursos provenientes del ahorro público, los cuales resultan posteriormente aplicados a la financiación de su operativa, bajo la forma de capital de riesgo.

La existencia de accionistas absolutamente desinteresados en participar en el manejo de la sociedad ha motivado que, tanto la doctrina como numerosos regímenes de derecho comparado, hayan aumentado su preocupación en el arbitrio de mecanismos adecuados, que aseguren a los accionistas el ejercicio de sus derechos fundamentales. Entre tales derechos, la protección del derecho al dividendo cobra muy especial relevancia.

En la medida que las sociedades anónimas se rigen por el principio mayoritario, los accionistas que forman la voluntad social con su voto en las asambleas son los que, en definitiva, tienen la potestad de disponer anualmente de las utilidades

---

(1) Felipe DE SOLA CAÑIZARES, La administración de la sociedad anónima en el Derecho comparado, La Ley, tomo 55, pág. 877.

(2) Georges RIPERT, Aspectos jurídicos del capitalismo moderno, Buenos Aires, 1950, págs. 108-109, num. 45.

generadas por la sociedad, resolviendo la distribución como dividiendo entre los accionistas o su retención para aplicarlos a la autofinanciación social, capitalizando los mismos o constituyendo reservas.

En el caso de las sociedades anónimas cerradas -es decir, aquellas cuyas acciones carecen de cotización bursátil- esta prerrogativa es utilizada muchas veces por los accionistas mayoritarios para asfixiar a las minorías, restringiendo sistemáticamente el pago de dividendos y obligándolas a vender las acciones por un precio vil, muy inferior al valor real de las mismas.

También en las sociedades abiertas, la prerrogativa mayoritaria de decidir sobre la política de dividendos puede ser utilizada para provocar variaciones artificiales del valor de cotización bursátil de las acciones, causando graves perjuicios a los ofertantes o demandantes que acceden a este mercado.

No obstante, aun descartando las hipótesis de mala fe en el ejercicio de la potestad mayoritaria de decidir sobre la distribución de dividendos, la aplicación de una política excesivamente conservadora en la materia puede motivar que los accionistas se vean injustamente privados de su derecho a la percepción de dividendos, sufriendo un perjuicio patrimonial por ese concepto.

En nuestra ponencia procuraremos establecer cuál es el alcance del derecho al dividendo de los accionistas y cuáles los límites de la potestad de las mayorías para restringir su distribución, para determinar luego las consecuencias jurídicas de la limitación indebida de dicho derecho al dividendo.

## 2.- DERECHO AL DIVIDENDO

El derecho al dividendo es considerado por la doctrina como el más importante de los derechos de carácter patrimonial que corresponden a los accionistas de las sociedades anónimas.

El maestro VIVANTE<sup>(3)</sup> definía el dividendo como el beneficio neto abonable periódicamente sobre cada acción, entendiendo que el derecho a exigirlo se hallaba subordinado a dos condiciones: una, suspensiva, de que el dividendo resulte del balance aprobado por la asamblea; y otra, resolutive, que la asamblea no modifique el estatuto suspendiendo su pago, por ejemplo, para constituir un fondo de reserva.

---

(3) Cesare VIVANTE, Trattato di Diritto Commerciale, vol. II, Milán 1906, pág. 383, num. 571.

Esta distinción coincide con la que alguna doctrina ha realizado entre el derecho abstracto y el derecho concreto al dividendo (4) o entre el derecho al dividendo y el crédito por el dividendo (5).

Más allá de diferencias terminológicas, la distinción efectuada apunta a diferenciar el derecho subjetivo que tienen, en forma abstracta, todos los accionistas a participar en las utilidades generadas por la sociedad, del derecho concreto y específico de crédito, a percibir de la sociedad un importe determinado de dinero por concepto de dividendo, el cual surge recién en el momento en que la asamblea de la sociedad anónima resuelve el reparto efectivo entre los accionistas de las utilidades devengadas. Es decir que, una vez que la asamblea de accionistas determina y aprueba la porción de las utilidades de la sociedad distributable como dividendo, se genera a favor del accionista el derecho incondicional e irrevocable a cobrar dicho dividendo, sin que el mismo pueda ser conculcado o limitado por posteriores resoluciones en contrario de la misma asamblea o por la generación de posteriores pérdidas en la sociedad.

El crédito por dividendo constituye, entonces, un derecho de crédito contra la sociedad, regulado por los principios generales de derecho común; cuyo contenido es el cobro del dividendo cuya distribución fuera aprobada por la asamblea.

Por el contrario, el derecho al dividendo no constituye un derecho de crédito sino el derecho subjetivo que posean los accionistas a participar en las utilidades sociales a prorrata de sus respectivas tenencias de acciones. Este derecho no resulta exigible frente a la sociedad, como sujeto de derecho diferente del accionista, sino dentro de la estructura orgánica-institucional de la sociedad sobre el cual recae el cometido de disponer de las utilidades sociales.

---

(4) Rodrigo URÍA, Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, de Garrigues y Uría, Madrid 1976, tomo I, pág. 448; Jesús RUBIO, Curso de Derecho de Sociedades Anónimas, Madrid 1964, pág. 290, num. 166. Esta es la posición seguida en la doctrina nacional por José A. FERRO ASTRAY, Sobre distribución de beneficios en las sociedades anónimas, Revista del Centro de Estudiantes de Derecho, año XXI, No. 91/195, págs. 192-193.

(5) Antonio BRUNETTI, Tratado del Derecho de las Sociedades, Buenos Aires, 1960, tomo II, pág. 535, num. 678.

### 3.- DERECHO AL DIVIDENDO Y DERECHO AL REPARTO PERIODICO DE UTILIDADES

Determinado el concepto de derecho al dividendo, resulta importante distinguir el mismo del derecho al reparto periódico de utilidades. En esta materia, ROSSI (6) individualiza diferentes posiciones sostenidas en el ámbito de la doctrina.

Para un primer sector, no existiría un derecho del accionista a percibir periódicamente las utilidades devengadas por la gestión social, teniendo los órganos sociales a través de la decisión mayoritaria la facultad de fijar la política de balance que crea oportuna.

Para un segundo sector, el derecho al reparto periódico de utilidades sería, al igual que el derecho al dividendo, un derecho fundamental de la condición de accionista. Para estos autores, la sociedad carecería de la potestad de formar reservas ocultas o cercenar utilidades, teniendo la obligación de repartir dichas utilidades entre los accionistas, a medida que las mismas se vayan generando. Buscan el fundamento de esta obligación en el derecho consuetudinario (Graziani, Salandra, Minervini), en el estatuto (Alexander, Vighi) o en la ley (De Gregorio, Lehmann, Neukamp, Egger).

Finalmente, existen autores que, sin desconocer la existencia de un derecho fundamental de los accionistas a percibir el reparto periódico de las utilidades generadas por la gestión social, pretenden conciliar este derecho con el que tiene la sociedad de autofinanciarse con el producido de su propia gestión, recurriendo a la capitalización de utilidades o a la constitución de reservas, cuando las necesidades de su giro así lo requieran.

Destaca RUBIO (7) que la distinción entre los conceptos de derecho al dividendo y al reparto periódico de las utilidades involucra la pugna de intereses que naturalmente se plantea en las sociedades anónimas. De un lado, los del accionista a procurar al máximo la finalidad esencial que le ha impulsado a entrar en la sociedad (reparto del lucro) y, de otro lado, los de la sociedad, tal como lo conciben sus órganos legales, a la productividad y conservación de la empresa. Se trata de la oposición tantas veces subrayada entre política de altos dividendos y política de autofinanciación.

---

(6) Guido ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milán 1957, págs. 138-139.

(7) Jesús RUBIO, *ob.cit.*, págs. 290-291.

El derecho al dividendo constituye inequívocamente un derecho inherente a la calidad de accionista. En el ámbito del Derecho uruguayo, se ha fundado este derecho (8) en la norma del artículo 387 del Código de Comercio, que define la sociedad comercial como un contrato, en virtud del cual dos o más personas se unen, poniendo en común sus bienes e industria "con ánimo de repartir el lucro que pueda resultar". También en la norma del artículo 390 que declara nula la convención que estableciere que alguno de los socios no haya de tener parte en las ganancias. Sin embargo, no existe en el Derecho uruguayo una norma que consagre el derecho de los accionistas al reparto periódico del lucro obtenido por la gestión social.

En el Derecho argentino, los autores coinciden en sostener la existencia de un derecho fundamental al dividendo, el cual tendría su respaldo normativo en las disposiciones de los artículos 1 y 13 num. 1o. de la ley No. 19.550 del 3 de abril de 1972 que consagran -al igual que las normas del Código de Comercio uruguayo- respectivamente, el concepto de sociedad comercial y la prohibición de pactos leoninos en estas sociedades. No obstante, con respecto al reparto periódico de utilidades, mientras algunos autores (9) lo fundan en diversas disposiciones de la ley No. 19.550 (arts. 61, 68, 70 y 71), otros (10) buscan dicho fundamento en los usos del comercio.

Consideramos que no pueden caber dudas respecto a la existencia de un derecho al dividendo inherente a la calidad de accionista. El derecho a percibir el lucro producido por la gestión social integra la causa típica de las sociedades comerciales, cualquiera sea el tipo que éstas adopten, al punto que la prescindencia de esta nota privaría a las sociedades comerciales de su carácter de tales.

Además, siguiendo a SUSSINI (11), consideramos que, en el estado actual de evolución de las sociedades por acciones, la distribución anual de dividendos constituye una nota, si no esencial, por lo menos normal de este tipo social, confiriendo al

(8) Sagunto PEREZ FONTANA, Manual de Sociedades Anónimas, Montevideo 1983, pág. 192.

(9) Isaac HALPERIN, Curso de Derecho Comercial, Buenos Aires, 1975, vol. I, pág. 257.

(10) Juan M. FARINA, Tratado de Sociedades Comerciales, Parte General, Rosario, 1980, Págs. 403-404.

(11) Miguel SUSSINI, Los dividendos de las sociedades anónimas, Buenos Aires, 1951, pág. 41.

accionista un auténtico derecho a percibir anualmente la parte porcentual que le corresponde en el producido de la gestión social.

Por otra parte, de acuerdo con la técnica financiera (12), la estabilidad de la sociedad en el pago de dividendos incide fundamentalmente en el valor de mercado de la acción, de modo tal que ante dos empresas que, en el largo plazo, han pagado igual dividendo a sus accionistas, tendrán mayor valor las de aquella que haya mantenido un retorno más o menos estable a sus accionistas por este concepto.

Sin embargo, este derecho subjetivo del accionista al reparto anual de las utilidades del ejercicio debe ser armonizado con el derecho, también legítimo, de la sociedad de conservar la empresa y encarar las políticas de crecimiento que se ha marcado, recurriendo para ello a la fuente de financiamiento emergente de sus propias utilidades. Como afirmó ODRIDZOLA (13), una vez fijados los beneficios netos, éstos pueden tener variados destinos, lo cual es lógico pues, de lo contrario, sería impedir el autofinanciamiento de las empresas en momentos en que el acceso al crédito no siempre es fácil.

En consecuencia, consideramos que, si bien no existe a favor del accionista un crédito contra la sociedad por la distribución de las utilidades devengadas, existe en cambio la obligación social de distribuirlas, en la medida que esto no le provoque dificultades financieras ni se oponga a sus reales necesidades de autofinanciamiento.

Esta colisión entre los derechos e intereses sociales y los derechos e intereses particulares de los accionistas plantea el problema de determinar cuál es el límite de la potestad de las asambleas de decidir mayoritariamente el autofinanciamiento social con recursos provenientes de la postergación en el reparto anual de los dividendos correspondientes a los accionistas.

#### 4.- ALCANCE DE LA POTESTAD DE LAS ASAMBLEAS SOCIALES DE RETENER DIVIDENDOS

El tema de la potestad de las asambleas sociales de decidir

---

(12) James C. VAN HORNE, "Administración Financiera", Buenos Aires, 1976, pág. 350.

(13) Carlos S. ODRIDZOLA, "El autofinanciamiento en las empresas, el derecho a las ganancias y el proyecto de reforma al régimen de sociedades anónimas", en Estudios de Derecho Societario, Buenos Aires, 1971, pág. 41.



mayoritariamente la retención de dividendos se inscribe en la problemática, aún más amplia en las sociedades anónimas, de los límites de la potestad de decisión de las mayorías en relación con los accionistas minoritarios.

Como destaca GARRIGUES (14), por acogimiento de los principios democráticos desarrollados en el siglo XIX en el ámbito de las ideas políticas, todas las leyes relativas a la sociedad anónima formulan el principio de sumisión de los socios al voto de la mayoría. Sin embargo, este principio de sumisión a la voluntad de la mayoría no es absoluto, sino que presenta limitaciones. Estas limitaciones componen el llamado instituto de la protección de las minorías.

Señala con acierto ASCARELLI (15) que, en la sociedad anónima moderna se ha producido un desplazamiento del dominio de la sociedad desde la mayoría no organizada hacia la minoría organizada, y afirma que en muchos casos la disciplina de la tutela de la minoría constituye en realidad el instrumento para la tutela de la mayoría. Concluye este autor que el problema que se dice de tutela de la minoría afecta únicamente a la tutela de la minoría en las sociedades de pocos accionistas porque en ellas el control se ejercita, efectivamente, por la mayoría de las participaciones accionarias. En las grandes sociedades, el problema sería el de tutelar la masa de los accionistas no organizados frente al grupo que detenta el poder y domina la administración.

Incorporando la precisión realizada por ASCARELLI, la llamada protección de las minorías involucraría a todos aquellos accionistas que, detentadores o no en su conjunto de una porción minoritaria del capital social, carecen en los hechos del poder de formar la voluntad social.

En la doctrina nacional (16), se ha señalado la existencia de límites objetivos y subjetivos a la potestad de las asambleas de sociedades anónimas de adoptar mayoritariamente sus decisiones. Serían límites objetivos, aquellos impuestos por la lici-

---

(14) Joaquín GARRIGUES, La protección de las minorías en el Derecho español, en *Temas de Derecho vivo*, Madrid, 1978, págs. 95-96.

(15) Tullio ASCARELLI, Interesse sociale e interesse comune nel voto, en *Rivista Trimestrale del Diritto e Procedura Civile*, 1951, pág. 1145.

(16) Eduardo ALBANELL MAC-COLL, Protección de las Minorías en la Sociedad Anónima, *La Justicia Uruguaya* tomo XXI, Sec. Doctrina, pág. 75.

tud de la decisión, con total abstracción de las circunstancias o intención de quienes han adoptado la decisión. Este límite objetivo estaría impuesto por las bases fundamentales de la sociedad anónima y los derechos esenciales a la calidad de accionista.

Por su parte, los límites subjetivos se apreciarían determinando la intención que ha animado a la mayoría a imponer determinada decisión. Según que esta intención sea o no legítima, la decisión asamblearia será o no lícita. La ilicitud de la decisión de la asamblea no se relaciona con su contenido; como en la concepción objetiva, sino con su causa y se relaciona con su fin. Dentro de los límites subjetivos a la potestad decisoria de las asambleas, la doctrina ha recurrido a diferentes fundamentos para la determinación de este límite: el abuso de derecho, la desviación o exceso de poder, la equidad (17).

Con respecto a la potestad de las asambleas de decidir la retención de dividendos, el caso más claro de imposición de limitaciones de carácter objetivo son las establecidas por el artículo 196 de la ley brasileña de sociedades por acciones No. 6.404 del 15 de diciembre de 1976. Dispone esta norma que "La Asamblea General podrá, a propuesta de los órganos de administración, resolver la retención parcial del beneficio líquido del ejercicio emergente del presupuesto de capital previamente aprobado por ella. 1.- El presupuesto, presentado por los órganos de administración con la justificación de la retención de beneficios propuesta, deberá contener todas las fuentes de recursos y aplicaciones de capital, fijo o circulante, y podrá tener una duración de hasta 5 (cinco) ejercicios, salvo en el caso de ejecución, por un plazo mayor, de un proyecto de inversión. 2.- El presupuesto deberá ser aprobado por la asamblea general ordinaria que resuelve sobre el balance del ejercicio".

En el Derecho argentino, si bien no existe ninguna norma que limite directamente la potestad de las asambleas de retener dividendos, existen algunas restricciones indirectas de carácter objetivo a dicha potestad.

El artículo 70 de la ley No. 19.550, después de establecer la reserva legal que deberán constituir las sociedades de responsabilidad limitada y las sociedades por acciones, dispone que en cualquier tipo de sociedad podrán constituirse otras reservas que las legales, "siempre que las mismas sean razonables y respondan a una prudente administración". Agrega seguidamente que, en las sociedades de responsabilidad limitada con veinte o más socios y en las sociedades por acciones, la decisión para la constitución

---

(17) Eduardo ALBANELL MAC-COLL, ob.cit., pág. 77 y siguientes.

de estas reservas, cuando su monto exceda del capital y las reservas legales, requerirá, tanto en primera como en segunda convocatoria, el voto favorable de la mayoría de las acciones con derecho a voto, sin aplicarse la pluralidad de voto (art. 244, parte final).

Por su parte, el artículo 261 referente a la remuneración de los directores, dispone que el monto máximo admitido -veinticinco por ciento de las ganancias- "se limitará al cinco por ciento de las ganancias cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas y se incrementará, proporcionalmente a la distribución, hasta alcanzar aquel límite".

Es decir que, en el marco de la ley argentina de sociedades, existen tres limitaciones objetivas a la potestad asamblearia de retener la distribución de dividendos: exige que las reservas libres que se constituyan sean razonables y respondan a una prudente administración, impone un quórum de voto especial para la constitución de reservas que excedan el monto del capital y de las reservas legales y reduce, finalmente, el monto máximo de las retribuciones a directores cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas.

#### 5.- LA SITUACION EN EL DERECHO URUGUAYO

En el Derecho uruguayo no existe ninguna limitación objetiva a la potestad de las asambleas de sociedades anónimas para retener dividendos. No obstante, con respecto a las sociedades cooperativas agroindustriales, el artículo 20 del decreto-ley No. 14.827 del 20 de setiembre de 1978 dispone que "un mínimo del 60% de las utilidades deberá distribuirse proporcionalmente entre los socios".

En regímenes que -como en el uruguayo- no existe una limitación objetiva de la potestad de las asambleas de retener la distribución de dividendos, un importante sector de la doctrina se ha inclinado por reconocer amplias facultades a las asambleas sociales para resolver el destino más conveniente para las utilidades del ejercicio. Afirma RODRIGUEZ RODRIGUEZ (18) que, si los estatutos no han previsto nada sobre el reparto de dividendos, la asamblea ordinaria resolverá libremente sobre ello. Esto supone que si en los estatutos no hay norma que prevenga el reparto obligatorio de utilidades, la mayoría puede imponer a la minoría la acumulación de utilidades, sin reparto de éstas, año tras año. Los accionistas y la minoría carecen de acción para impugnar tales decisiones, ya que no hay, en la actual legislación de

---

(18) Joaquín RODRÍGUEZ RODRIGUEZ, Tratado de Sociedades Mercantiles, México 1971, tomo I, pág. 397.

sociedades, ningún precepto que permita impugnar las deliberaciones sociales, con fundamento en la simple alegación de abuso o desvío de poder.

Contrariamente a lo expresado por la citada doctrina consideramos que, en ausencia de limitaciones objetivas emergentes de la ley o del estatuto, la potestad de las asambleas de retener la distribución de dividendos estará limitada subjetivamente por la licitud de su decisión, de acuerdo a los principios generales que informan nuestro Derecho positivo.

La doctrina nacional (19) ha sostenido que resulta de aplicación en la materia los principios relativos al abuso de derecho contenidos en el artículo 1321 del Código Civil uruguayo. De acuerdo con esta norma, de la cual se extrae la consagración de este principio en nuestro derecho (20), "el que usa de su derecho no daña a otro, con tal que no haya exceso de su parte". El mismo principio aparece consagrado en el artículo 474 del Código de Comercio, en cuanto dispone que "cualquier daño ocurrido en los intereses de la sociedad por dolo, abuso de facultades, culpa o negligencia de alguno de los socios constituirá a su autor en la obligación de indemnizarlo". Es decir que la decisión asamblearia adoptada por la mayoría de accionistas que, actuando con dolo, culpa o negligencia, limite indebidamente la distribución de dividendos en perjuicio de los restantes accionistas, deberá reputarse un acto abusivo, con los efectos que veremos más adelante.

Es también un límite de naturaleza subjetiva el impuesto a las decisiones asamblearias por el artículo 67 de la Ley española de Sociedades Anónimas, el cual admite la acción de impugnación cuando dicha decisión de la asamblea lesione, en beneficio de uno o varios de los accionistas, los intereses de la sociedad. Analizando esta norma, expresa GARRIGUES (21) que "cuando las cosas se desarrollan normalmente, el interés de la mayoría coincide con el interés de la sociedad. En tal caso, la mayoría ha respetado la jerarquía de intereses, subordinando el interés egoísta del socio, o de los socios, al interés superior de la sociedad. Pero, a veces, la mayoría intenta alterar esa relación jerárquica mediante un acuerdo que somete el interés social al interés de un socio o de varios socios, o del grupo mayoritario. En tal caso, el interés de la mayoría y el interés de la sociedad no coinciden

---

(19) Eduardo ALBANELL MAC-COLL, *ob.cit.*, págs. 45-46.

(20) Jorge PEIRANO FACIO, *Responsabilidad extracontractual*, Montevideo, 1954, págs. 290-291.

(21) Joaquín GARRIGUES, *ob.cit.*, pág. 110.

como debieran coincidir.

En igual sentido, el artículo 210 de la "Companies Act" inglesa de 1948 permite a cualquier accionista que estime que los negocios u operaciones sociales son conducidos de modo gravoso para una parte de los socios, demandar a la sociedad ante los Tribunales, y si éstos estiman que las operaciones o actividades de la sociedad son llevadas en la forma que el demandante invoca, podrán adoptar las medidas que estimen convenientes para la buena marcha de las operaciones sociales en el futuro.

En numerosos casos, la jurisprudencia norteamericana (22) hizo lugar a la impugnación de decisiones assemblearias en las cuales la retención de dividendos había sido dispuesta por las mayorías mediando fraude, mala fe o ejercicio abusivo de sus derechos.

Creemos que, en el marco general del Derecho positivo uruguayo, los límites a la potestad de las asambleas sociales de resolver mayoritariamente la retención de dividendos tiene contornos mucho más estrictos. La mayoría de la doctrina -y aún el derecho y la jurisprudencia comparados- ubican el límite subjetivo de la potestad de las mayorías de retener dividendos en aquellas situaciones en que el interés de las mismas es divergente con el interés social. Es decir que sería impugnabile la retención por la mayoría de los dividendos solamente en aquellos casos en los que, con dicha retención, se persiguiera específicamente un fin subalterno discordante con el interés de la sociedad.

No obstante, pensamos nosotros que podría entenderse que existe igualmente una ilegítima retención de dividendos en todos aquellos casos que, sin perseguirse por la decisión assemblearia un fin contrario al interés social, no armoniza ésta adecuadamente el interés social de autofinanciamiento con el interés particular de los accionistas de maximizar el retorno de su inversión.

Tal como expusieramos precedentemente, existe un derecho de los accionistas a obtener de parte de la sociedad la distribución anual de las utilidades devengadas con su giro. Este derecho sólo cede ante la necesidad de la sociedad de aplicar dichos fondos a

---

(22) Son famosos al respecto los casos: "Reinolds c/ Diamonds Mills Paper Co-" o "Zidell c/ Zidell Inc.", citados por Carlos A. GARBBER, El cesarismo de las mayorías en las sociedades anónimas "cerradas" norteamericanas. Algunas de sus manifestaciones. Conflictos a que da lugar. Remedios judiciales y legislativos, en Temas de Derecho Comercial No. 1, Conflictos Societarios, Instituto Argentino de Derecho Comercial, Buenos Aires, 1983, pág. 80.

su autofinanciamiento, cuando sus condiciones económico-financieras determinan que deba recurrirse a esta medida extrema. Sostener, como lo hace alguna doctrina, que la única limitación a la potestad de las asambleas mayoritarias de retener dividendos es la persecución por los accionistas controlantes de intereses personales contrarios a los sociales -como sería, por ejemplo, el deseo de estrangulamiento de las minorías- implicaría limitar las hipótesis de ilicitud de la medida a los casos de dolo, abriendo un marco de permisibilidad a las medidas negligentes, técnicamente erróneas o poco meditadas que adopten las mayorías en perjuicio de los accionistas minoritarios.

Por el contrario, consideramos que debe entenderse que existe una retención ilícita de dividendos, toda vez que la decisión mayoritaria de autofinanciamiento no responde a las auténticas necesidades financieras de la sociedad, evaluadas con un razonable criterio de prudencia. Esta solución tendría su apoyo en el propio régimen jurídico del abuso de derecho, respecto al cual la doctrina (23) ha entendido que se configura, no solamente a título de dolo, sino también de culpa o negligencia.

En este punto, la solución adoptada en el marco del Derecho uruguayo se aproxima a la contenida, según vimos, en el artículo 70 inciso 3 de la ley No. 19.550, de acuerdo con la cual "podrán constituirse otras reservas que las legales, siempre que las mismas sean razonables y respondan a una prudente administración".

Corresponde analizar, entonces, qué criterios deben aplicarse para evaluar la razonabilidad de la retención de dividendos dispuesta por la decisión asamblearia.

#### 6.- RAZONABILIDAD DE LA RETENCION DE DIVIDENDOS

Resulta sumamente difícil establecer criterios objetivos que permitan establecer un límite a la razonabilidad de la decisión mayoritaria de retención de dividendos. Si bien la doctrina (24) ha enunciado como principio general que "el interés de la mayoría coincide con el interés de la sociedad", la realidad de los hechos es que los accionistas constituyen el soporte personal del órgano asamblea de accionistas y están sujetos, en la formación de la voluntad social, a los mismos requerimientos de diligencia que existen respecto a los soportes personales de los restantes órganos.

---

(23) Jorge PEIRANO FACIO, ob.cit., pág. 297.

(24) Joaquín GARRIGUES, ob.cit., pág. 110.

Por otra parte, en una materia tan delicada como la presente, en la que una decisión desacertada en materia de distribución de dividendos es susceptible de causar importantes perjuicios a los accionistas, reteniendo recursos que legítimamente les corresponden, resulta necesario marcar algunas pautas que permitan evaluar la diligente razonabilidad de la decisión.

Los técnicos en finanzas de empresas (25) señalan algunas circunstancias de carácter práctico que deben tomarse en cuenta para evaluar la política de dividendos de la sociedad.

El primer punto a destacar es la liquidez de la empresa. La obtención de utilidades no implica necesariamente la existencia de fondos líquidos suficientes para distribuirlas como dividendos. Una empresa que es muy rentable y se halla en expansión puede no ser líquida, porque los fondos pueden verse absorbidos por las inversiones en bienes de uso y en capital de trabajo. Ya la doctrina francesa tradicional (26) entendía que sólo se pueden considerar como beneficios repartibles aquellos que reflejan un excedente del activo sobre el pasivo representado por dinero en caja o valores susceptibles de una efectivización inmediata procedente de aquellas operaciones concluidas hasta el día del cierre del ejercicio. En consecuencia, la falta de liquidez suficiente por parte de la sociedad sería una justa causa para la retención de las utilidades.

Otro de los factores a tomar en cuenta es la disponibilidad y modalidad del crédito obtenible por parte de la sociedad. La sociedad siempre tiene la posibilidad de financiar su operativa recurriendo al mercado de dinero o al mercado de capitales; sin necesidad de acudir al autofinanciamiento que implica la retención de dividendos. No obstante, puede ocurrir que el acceso a otras fuentes de financiamiento sea dificultoso o extremadamente oneroso, justificando que se recurra al autofinanciamiento.

Más probable aún es que las fuentes de financiamiento a las cuales pueda acceder la sociedad no se adecuen a sus necesidades de inversión. La buena técnica financiera aconseja que la inversión en bienes de activo fijo sea financiada con pasivos a largo plazo o con capital de riesgo, siendo desaconsejable que sean financiadas con pasivos de corto plazo inversiones llamadas a producir un retorno en ejercicios futuros. En estos casos, ante la dificultad de obtener fuentes de financiamiento externo a largo plazo sería justificable que la sociedad optara por el

---

(25) James C. VAN HORNE, ob.cit., pág. 357:

(26) COPPER-ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, tomo II, pág. 218.

autofinanciamiento.

Por último, la inflación tiene incuestionable incidencia en la política de dividendos. Cuando el nivel de precios sube constantemente, los recursos generados por las amortizaciones no son suficientes para reemplazar los bienes de activo fijo, a medida que los mismos se desgastan o se hacen obsoletos. En consecuencia, puede justificarse la retención de utilidades como un medio de preservar la capacidad de ganancia.

Todas las hipótesis detalladas precedentemente presentan la característica común de obedecer a decisiones financieras razonables que buscan mantener el nivel de rentabilidad de la sociedad. En consecuencia, las mismas no serían conceptualmente perjudiciales para los accionistas, ya que les permitirían seguir obteniendo en el futuro las utilidades provenientes de la gestión social las que, de otro modo, correrían el riesgo de perderse.

En consecuencia, consideramos que nos hallaríamos ante una razonable retención de dividendos toda vez que dicha medida sea adoptada por las asambleas sociales sobre criterios financieramente válidos y no partiendo de la idea más o menos difusa de que es siempre más conveniente mantener los recursos en el patrimonio social que verlos desaparecer en el patrimonio de los accionistas.

Por lo tanto, entendemos que toda resolución asamblearia de retención de dividendos que no responda a una decisión financiera razonable debe ser tachada de ilícita, configurándose una hipótesis de abuso del derecho de los accionistas mayoritarios de formar la voluntad social.

#### 7.- CONSECUENCIAS JURÍDICAS DE LA RETENCIÓN ILEGÍTIMA DE DIVIDENDOS

Determinado el alcance de la potestad de las asambleas sociales de decidir mayoritariamente la retención de dividendos resulta necesario establecer cuáles son los mecanismos de defensa de sus derechos con que cuentan los accionistas minoritarios que se ven privados de este beneficio.

Alguna doctrina (27) ha entendido que la retención sistemática de dividendos implicaría un aumento simulado de capital, confiriendo a los accionistas disidentes derecho de receso. Esta tesis no sería de aplicación en el marco del Derecho uruguayo.

---

(27) Isaac HALPERIN, Sociedades Anónimas, Buenos Aires, 1975, pág. 354; Miguel SUSSINI, ob.cit., pág. 46.



Como expresáramos en otra oportunidad (28), de acuerdo con el decreto-ley No. 14.548 del 29 de julio de 1976, el recesso no procede cuando el aumento de capital se hiciere efectivo por la emisión de acciones liberadas a adjudicarse a los actuales accionistas o cuando se les acordare preferencia para suscribir el aumento a prorrata del capital accionario de que sean titulares al tiempo de resolverse la reforma. En suma, el derecho de recesso en caso de aumento de capital queda reducido a los casos de aumento real por emisión de nuevas acciones, en los cuales no se acuerde derecho de suscripción preferente a los actuales accionistas.

La mayoría de la doctrina y de los regímenes de Derecho comparado se han inclinado por la defensa de los accionistas minoritarios a través de una acción de impugnación que anule la decisión asamblearia abusiva, lesiva de sus derechos.

El Código Civil italiano dispone en su artículo 2377 inciso 2 que "las deliberaciones que no se toman de conformidad con la ley o el acto constitutivo pueden ser impugnadas por los administradores, por los síndicos y por los socios ausentes o disidentes". Comentando esta norma, afirma BRUNETTI (29) que han de ser incluidos como violadores de la ley, los acuerdos perjudiciales de los derechos individuales de los accionistas de los que sólo éstos son titulares.

Por su parte, la Ley española de Sociedades Anónimas establece en su artículo 67 que "podrán ser impugnados (...) los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad". Refiriéndose a esta norma, la doctrina española (30) ha señalado que, dentro de la categoría de acuerdos nulos deben ser incluidos los contrarios a la moral, al orden público, a las buenas costumbres y los que violen los derechos que la ley concede a los accionistas.

En el caso del Derecho francés, si bien la ley de 24 de julio de 1966 es categórica en afirmar la omnipotencia de las asambleas sociales, la doctrina (31) ha entendido que sus deci-

---

(28) Reformas de estatutos de sociedades anónimas y derecho de recesso, Montevideo, 1977, pág. 59.

(29) Antonio BRUNETTI, ob.cit., tomo II, pág. 432.

(30) Rodrigo URÍA, ob.cit., tomo I, pág. 758.

(31) Jean GUYENOT, Derecho Comercial, Buenos Aires, 1975, vol. I, pág. 634.

siones no pueden atacar los derechos fundamentales de los accionistas, apoyándose para ello en disposiciones que resultan de las reglas generales del derecho de las sociedades y de los contratos. Por su parte, en un fallo de la Corte de Casación (32) se dispone que las decisiones de las asambleas generales de sociedades anónimas no serán anuladas sino en los casos en que se pruebe que esta decisión es contraria a los intereses generales del grupo y está destinada a favorecer a los miembros de la mayoría en detrimento de los minoritarios.

En la Argentina, aun antes de la aprobación de la ley No. 19.550, la doctrina (33) admitía que los accionistas perjudicados por decisiones abusivas de las mayorías acudieran al juez para demandar la anulación de tales resoluciones. La ley No. 19.550 prevé en el artículo 251 la impugnación de las decisiones tomadas por las asambleas sociales que sean violatorias de la ley, del estatuto o el reglamento, previendo más adelante (art. 253) que los accionistas que votaran favorablemente las decisiones declaradas nulas responden ilimitada y solidariamente de las consecuencias de las mismas. Aun cuando el texto legal no es claro al respecto, la doctrina (34) se ha encargado de interpretar que, entre las causales de impugnación de las asambleas sociales debe considerarse incluida la violación por las mayorías de su deber de lealtad, cuando actúan en abuso de sus derechos, perjudicando a los accionistas minoritarios.

En el Derecho uruguayo, el artículo 417 del Código de Comercio dispone que "después de instalada la sociedad con la licencia correspondiente (...) toda deliberación posterior de los accionistas contra los estatutos de la sociedad, o que tengan el efecto de que sean violados o que dé a los fondos sociales otro destino (...) es nula y de ningún valor". La doctrina nacional (35) se ha apoyado en esta norma para sostener la anulabilidad de las decisiones assemblearias en las que se vulneran derechos inherentes a la calidad de accionistas.

---

(32) Com. 18 avr. 1961, D. 1961 J. 661, citado por Henri LALOU, *Traité pratique de la responsabilité civile*, Paris, 1962, pág. 514.

(33) Francisco J. GARD, *Sociedades Anónimas*, Buenos Aires, 1954, tomo II, pág. 64.

(34) Isaac HALPERIN, *Sociedades...*, cit., pág. 647.

(35) Rodolfo MEZZERA ALVAREZ, *Curso de Derecho Comercial*, Montevideo, 1976, tomo II vol. II, pág. 84; Eduardo ALBANELL MAC-COLL, ob.cit., pág. 92; Sagunto PEREZ FONTANA, ob.cit., pág. 141.

A la medida de carácter sustancial, que implica la anulación de la decisión asamblearia violatoria de derechos inherentes a la calidad de accionista, la doctrina suele sumar la posibilidad de adoptar otras medidas de naturaleza cautelar como la intervención judicial de la sociedad (36) o la imposición a la misma de una medida de no innovar, impidiéndole la retención de dividendos (37).

Sin embargo, una medida poco analizada por la doctrina es la posibilidad de los accionistas minoritarios de demandar la responsabilidad patrimonial de los accionistas mayoritarios que hubieran adoptado la decisión violatoria a su derecho a la percepción de los dividendos sociales.

A esta consecuencia nos referiremos más detenidamente en el numeral siguiente.

#### 8.- RESPONSABILIDAD DE LAS MAYORIAS POR ILEGITIMA RETENCION DE DIVIDENDOS

La anulación asamblearia adoptada por las mayorías en perjuicio del legítimo interés de los accionistas minoritarios a obtener el reparto de la utilidad devengada por la sociedad determina que desaparezca la condición resolutoria que obstaba el pago del dividendo, a la cual se refería VIVANTE (38), y resulte

---

(36) En el Derecho uruguayo es unánime la posición de que la intervención judicial de sociedades comerciales constituye una medida de naturaleza cautelar. En este sentido: Juan Carlos PEIRANO FACIO y Jorge ECHEVARRIA LEUNDA, La intervención judicial en las sociedades anónimas, Montevideo, 1951, pág. 21 y ss.; Eduardo D. GAGGERO, Intervención judicial de sociedades comerciales, Montevideo, 1973, pág. 28; Jorge ECHEVARRIA LEUNDA, Intervención judicial de la sociedad anónima, en La Sociedad Anónima - Presente y futuro, Montevideo, 1978, pág. 137.

(37) La adopción de medidas de no innovar se halla inspirada en el instituto de la "mandatory injunction" del derecho anglosajón, a la cual ha recurrido reiteradamente la jurisprudencia norteamericana para resolver los problemas de retención indebida de dividendos por parte de las mayorías. Para un desarrollo mayor del tema puede verse: Carlos A. GARBER, ob.cit., págs. 93-94.

(38) VIVANTE definía el dividendo como el beneficio neto abonable periódicamente sobre cada acción, entendiendo que el derecho a exigirlo se hallaba subordinado a dos condiciones: una, suspensiva, de que el dividendo resulte del balance aprobado por la asamblea; y otra, resolutoria, que la asamblea no modifique el estatuto suspendiendo su pago. Ver supra, nota (3).

exigible por los accionistas el crédito por dividendo contra la sociedad anónima. No obstante, deja pendiente de reparación el perjuicio sufrido por los accionistas que, durante todo el plazo de sustanciación de la acción anulatoria, se vieron privados de la disponibilidad de los beneficios sociales que le fueron retenidos. Dicho perjuicio será equivalente a la diferencia entre la rentabilidad que la gestión social produjo a los fondos retenidos y la rentabilidad alternativa que el accionista hubiera podido obtener por la aplicación de dichos fondos fuera de la sociedad.

No corresponde que dicha acción reparatoria sea dirigida contra la sociedad, puesto que esto implicaría que los propios accionistas minoritarios reclamantes debieran soportar parcialmente la carga económica de la reparación que demandan. Por el contrario, serían los accionistas mayoritarios quienes deberían soportar la reparación del perjuicio causado con una decisión que implica el ejercicio abusivo de sus facultades.

Como expresáramos precedentemente, los accionistas son el soporte personal del órgano asamblea, a través de cuya voluntad se forma la voluntad social. COLOMBRES (39) definía al órgano como aquella estructura normativa que determina cuándo y de qué manera la voluntad o el hecho de un individuo o de varios serán imputados en sus efectos a un grupo de individuos vinculados en un orden jurídico especial. Lo que se imputa puede ser, o una voluntad predominante (resolución), desprovista o no de carácter ejecutorio, o una voluntad meramente ejecutoria, desprovista de carácter decisorio. En uno y otro caso el estatuto organiza la forma en que los individuos supeditados al orden jurídico especial expresarán su voluntad.

Al revestir los accionistas la calidad de soportes personales del órgano asamblea, entendemos que debe considerárseles sujetos al mismo régimen general de responsabilidad que los soportes personales de los demás órganos sociales. El hecho de poseer los accionistas un interés directo en el resultado de la gestión social no determina que su grado de responsabilidad por las decisiones tomadas deba ser más leve.

La mayoría de los regímenes de derecho comparado son minuciosos a la hora de regular el régimen de responsabilidad de los directores de la sociedad anónima (40). Sin embargo olvidan que

---

(39) Gervasio R. COLOMBRES, La teoría del órgano en la sociedad anónima, Buenos Aires, 1964, pág. 84.

(40) El art. 79 de la Ley española de Sociedades Anónimas dispone que los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal

la posición jurídica de los accionistas es similar a la de los directores, pues ambos son soportes personales de órganos sociales.

La ley argentina No. 19.550 dispone en su artículo 254 que "los accionistas que votaran favorablemente las resoluciones que se declaren nulas, responden ilimitada y solidariamente de las consecuencias de las mismas, sin perjuicio de la responsabilidad que corresponda a los directores, síndicos e integrantes del consejo de vigilancia". Es decir que se consagra un régimen derivado de la anulación de la decisión asamblearia, el cual permite accionar contra los accionistas que votaron la decisión anulada, una vez que dicha anulación se hubiera producido.

En el Derecho uruguayo nada se dice respecto a la responsabilidad de los accionistas por las decisiones asamblearias adoptadas. Respecto a la responsabilidad de los directores, el artículo 408 del Código de Comercio consagra dos grados diferentes de responsabilidad: frente a la sociedad, responden del buen desempeño de sus funciones y, frente a los terceros con los que hayan contratado, solamente en caso de infracción de estatutos y reglamentos (41).

y responderán frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores, del daño causado con malicia, abuso de facultades o negligencia grave. El art. 244 de la Ley francesa de 1966 responsabiliza a los administradores por las violaciones al estatuto y a las culpas cometidas en su gestión. Por su parte, el art. 2392 del Código Civil italiano dispone que deben cumplir sus obligaciones y deberes con la diligencia del mandatario. Finalmente, la ley argentina No. 19.550 dispone en su art. 59 que los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios.

(41) Un caso especial de responsabilidad de los directores se plantea en caso de liquidación de la sociedad anónima. Para estos casos, el artículo 11 de la ley No. 2.230 del 2 de junio de 1893 dispone que serán solidariamente responsables, tanto frente a la sociedad como respecto de terceros, por inejecución o mal desempeño del mandato y por violación de las leyes, estatutos o reglamentos sociales. Nuestra posición sobre el tema se encuentra desarrollada en: Responsabilidad tributaria de los directores de sociedades anónimas, en Estudios jurídicos en memoria del Dr. Oscar Arias Barbé, La Justicia Uruguaya, tomo LXXXI, págs. 354-355. En contra: Nuri RODRIGUEZ OLIVERA, para quien el art. 11 de la ley No. 2.230 habría derogado al art. 408 del Código de Comercio (Responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas, Montevideo, 1973, pág. 52 y ss.).

Sin embargo, entendemos que, tanto los principios generales que informan la responsabilidad civil en el Derecho uruguayo como en el argentino, permiten imponer a los accionistas mayoritarios la obligación de reparar los perjuicios causados a las minorías por la retención indebida de dividendos debida a su actuación dolosa, culposa o negligente. Tal como afirman MAZEAUD y TUNC (42), existen determinadas hipótesis que pueden implicar el compromiso de la responsabilidad propia cuando se ejerce un derecho. Demuestran esta circunstancia aplicando la propia definición de culpa: "el que ejercita un derecho con el deseo de causar un daño incurre en culpa delictual; el que, sin intención maliciosa, se comporta, al ejercitar el derecho, de modo distinto de que lo habría hecho un individuo cuidadoso, con imprudencia o negligencia, incurre en una culpa cuasidelictual; en ambos casos su responsabilidad es exigible".

En consecuencia, tanto en el caso en que la retención de dividendos dispuesta por la mayoría de accionistas hubiera estado motivada por su intención de causar un perjuicio a las minorías, compeliéndolas indebidamente a desinteresarse por sus acciones y venderlas por un precio vil, como cuando dicha retención estuviera motivada por una decisión negligente que no responda a la aplicación de una buena técnica financiera, se generaría la obligación de los accionistas mayoritarios de reparar el perjuicio causado.

En este sentido, la obligación de reparar el daño sería independiente de la anulación de la decisión que dispone la retención de los dividendos. Es más, el criterio para responsabilizar a los accionistas mayoritarios por decisiones que causen perjuicio a las minorías sería mucho más severo que el admitido corrientemente por la doctrina y jurisprudencia para hacer lugar a la anulación de decisiones assemblearias. Podría ocurrir, entonces, que el mismo tribunal que desechara la pretensión anulatoria condenara a la mayoría a reparar el perjuicio causado.

#### 9.- CONCLUSIONES

A modo de síntesis de las consideraciones realizadas a lo largo de nuestra ponencia, corresponde extraer las siguientes conclusiones:

A) Existe un derecho al dividendo inherente a la calidad de accionista, que integra la causa típica del contrato de sociedad comercial, el cual tiene por contenido el derecho abstracto a

---

(42) Henri y Leon MAZEAUD y André TUNC, Tratado teórico y práctico de la responsabilidad civil delictual y contractual, Buenos Aires, 1963, tomo I, vol. II, pág. 233.

participar en los beneficios generados por la sociedad. Este derecho se concretiza en un crédito por dividendo cuando la asamblea de accionistas decide la distribución de las utilidades generadas.

B) En el estado actual de evolución de las sociedades por acciones, aparte de un derecho al dividendo, puede afirmarse que los accionistas tienen un derecho a la distribución periódica de las utilidades devengadas por la gestión social. Como contrapartida, la sociedad anónima tiene la obligación social de distribuir las utilidades, en la medida que esto no le provoque dificultades financieras ni se oponga a sus reales necesidades de autofinanciamiento.

C) La decisión asamblearia adoptada por la mayoría de accionistas que, actuando con dolo, culpa o negligencia, limite indebidamente la distribución de dividendos en perjuicio de los restantes accionistas, debe reputarse un acto abusivo, susceptible de impugnación.

D) Se considera ilícita y configura una hipótesis de abuso de derecho la retención por la mayoría de los dividendos, no solamente en aquellos casos en los que subjetivamente se persiguiera con esta medida un fin subalterno discordante con el interés de la sociedad, sino también cuando la misma no armonice adecuadamente las necesidades sociales de autofinanciamiento con el interés particular de los accionistas de maximizar el retorno de su inversión. Es decir que el derecho de los accionistas a obtener de parte de la sociedad la distribución anual de las utilidades devengadas con su giro sólo cede ante la necesidad de la sociedad de aplicar dichos fondos a su autofinanciamiento, fundada en criterios financieros válidos.

E) La vía aceptada unánimemente para la defensa del derecho al dividendo de los accionistas minoritarios ante el ejercicio abusivo por las mayorías de su derecho de retener el pago de dividendos es la acción de impugnación que anule la decisión asamblearia abusiva, lesiva de sus derechos. A esta medida puede sumarse la posibilidad de adoptar medidas cautelares como la intervención judicial de la sociedad o la imposición a la misma de una medida de no innovar.

F) No obstante, un mecanismo independiente de proteger los intereses de los accionistas minoritarios es la promoción de una acción de responsabilidad contra las mayorías que dispusieron la retención de dividendos. Esta acción resulta procedente, tanto en el caso en que la retención de dividendos dispuesta por la mayoría de accionistas hubiera estado motivada por su intención de causar un perjuicio a las minorías, compeliéndolas indebidamente

-23-

a desinteresarse por sus acciones y venderlas por un precio vil, como cuando dicha retención se deba a una decisión negligente que no responda a la aplicación de una buena técnica financiera.