

AUTOFINANCIAMIENTO POR ENRIQUECIMIENTO CUESTIÓN AXIAL DEL RÉGIMEN SOCIETARIO**Ricardo Olivera García**

Resumen: Es importante encarar el difícil equilibrio entre los paradigmas del dividendo vs. autofinanciamiento, el que debe buscarse en la aplicación de los criterios de razonabilidad y prudencia para la constitución de reservas. Este criterio resulta extrapolable a cualquier forma de autofinanciamiento: mantenimiento de las ganancias como utilidades acumuladas, constitución de reservas, capitalización de utilidades (pago de dividendo en acciones), así como para la aplicación de los criterios contables (depreciaciones, provisiones y provisiones) que inciden en la determinación de la utilidad social.

Esos criterios de razonabilidad y prudencia deben ser aplicados atendiendo al interés social, entendido como el objetivo de creación de valor para la sociedad, en beneficio de socios y otros terceros vinculados, y en su viabilidad misma. Estas decisiones sociales en materia de financiamiento, provengan de los administradores o de los propios socios, son siempre decisiones de administración, alcanzadas por los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia que la ley impone, y sujetas a las responsabilidades correspondientes.

Palabras claves: autofinanciamiento societario – dividendo en acciones – ganancias repartibles – viabilidad económica.

Abstract: It is important to face the difficult balance between the paradigms of the dividend vs. self-financing, which has to be sought in the application of criteria of reasonableness and prudence for the constitution of reserves. This criterion can be extrapolated to any form of self-financing: maintenance of profits as accumulated profits, constitution of reserves, capitalization of profits (dividend payment in shares), as well as for the application of the accounting criteria (depreciation, forecasts and provisions) that affect the determination of social utility.

These criteria of reasonableness and prudence must be applied taking into account the social interest, understood as the goal of creating value for society, for the benefit of partners and other related third parties, and its viability. These social decisions in terms of financing, whether they come from the administrators or from the partners themselves, are always decisions of administration, reached by the fiduciary duties of loyalty and diligence that the law imposes, and subject to the corresponding responsibilities.

Key words: corporate self-financing - dividend in shares - distributable profits - economic viability.

1. INTRODUCCIÓN.

La cuestión del derecho al dividendo del socio o accionista, y del derecho de la sociedad a preservar su sustentabilidad, a través de una correcta estructura de financiamiento, ha sido a través de los tiempos una de los temas más polémicos del derecho societario.

Cuando la sociedad comercial logra sacudir el ceпо contractualista que pretendió imponerle el Código napoleónico y se perfila como un ente jurídico diferenciado, con vida e interés propios, cobra especial relevancia el objetivo de lograr un adecuado balance entre el eventual interés personal de los socios o accionistas de recibir periódicamente los beneficios que la sociedad vaya generando y el interés de la propia sociedad en maximizar su propio valor, en beneficio no sólo de

los propios accionistas sino también de los acreedores, de sus trabajadores, de todos quienes entran en relaciones jurídicas con la misma, y del propio entorno socio-económico en el cual actúa.

Esta nueva realidad ha determinado, a lo largo de los tiempos, la imposición de restricciones y cortapisas al derecho al dividendo, pasando a desarrollar el tema del derecho –y aun de la obligación- de la propia sociedad de autofinanciarse con sus propias utilidades, como forma de lograr la mejor estructura de financiamiento para su operativa.

En la región, el tema del autofinanciamiento impone un recuerdo y homenaje a los trabajos pioneros en la materia que, hace más de 50 años, realizara el profesor Carlos Odriozola, los cuales representan material de referencia ineludible en este tema. En el año 1964, en un artículo publicado en Jurisprudencia Argentina, el Profesor Odriozola abordaba este tema bajo el nombre de “autofinanciamiento de las empresas”¹. Poco tiempo después, volvía sobre el tema en una disertación sobre el Anteproyecto de Ley de Sociedades Comerciales (poco tiempo después, la ley argentina Nº 19.550), publicada en el primer número de la Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones².

Antes y después de estos trabajos señeros, el tema del derecho al dividendo y al reparto periódico de las utilidades sociales, así como de sus límites, fue abordado por Sussini, en su tesis doctoral sobre el dividendo de las sociedades anónimas³; por Richard, al referirse a los derechos patrimoniales de los accionistas⁴; por Sasot Betes, en su obra clásica sobre el tema⁵; y por toda la mayor parte de la doctrina que se ha planteado la problemática vinculada a este tema⁶. Por lo tanto,

¹ ODRIOZOLA, C., “Algunas consideraciones sobre el autofinanciamiento de las empresas”, J.A. 1964-1-33.

² ODRIOZOLA, C., “Anteproyecto de Ley de Sociedades Comerciales. Su análisis”, RDCO, año 1, Nº 1-6 (1968), p. 601 y ss.

³ SUSSINI (h), M., *Los dividendos de las sociedades anónimas*, Buenos Aires: Depalma, 1951, p. 39 y ss.

⁴ RICHARD, E.H., *Derechos patrimoniales de los accionistas (la acción en la teoría de los títulos valores)*, Córdoba: Lerner, 1970, p. 129 y ss.

⁵ SASOT BETES, M.A. – SASOT, M.P., *Sociedades anónimas. Los dividendos*, Buenos Aires: Ábaco, 1985, p. 233 y ss.

⁶ SIBURU, J., *Comentario del Código de Comercio argentino*, Buenos Aires: Valerio Abeledo, 1923, t. V, p. 54 y ss.; RIVAROLA, M., *Sociedades anónimas*, Buenos Aires: El Ateneo, 1942, p. 468 y ss.; GARO, F., *Sociedades anónimas*, Buenos Aires: Ediar, 1954, t. II, p. 149 y ss.; ZAVALA RODRÍGUEZ, C.J., *Código de Comercio y leyes complementarias*, Buenos Aires: Depalma, 1959, t. I, p. 443 y ss.; HALPERIN, I., *Sociedades anónimas*, Buenos Aires: Depalma, 1974, p. 352 y ss.; HALPERIN, I. – BUTTY, E., *Curso de derecho comercial*, vol. I, 4ª ed., Buenos Aires: Depalma, 2000, p. 313 y ss.; ZALDÍVAR, E. – MANOVIL, R. – RAGAZZI, G. – ROVIRA, A. – SAN MILLÁN, C., *Cuadernos de derecho societario*, Buenos Aires: Abeledo-Perrot: 1980, t. I, p. 378; NISSEN, R., *Ley de sociedades comerciales*, Buenos Aires: Ábaco, t. 2, p. 85 y ss.; RICHARD, E.H. – MUIÑO, O.M., *Derecho societario*, Buenos Aires: Astrea, 1997, p. 278 y ss.; CABANELLAS DE LAS CUEVAS, G., *Derecho societario*, t. 5, p. 87 y ss.; MOLINA SANDOVAL, “Principios básicos del régimen de distribución de utilidades”, J.A. 2004-IV-3; RODRÍGUEZ DE LA FUENTE, H., “Dividendos anticipados – Legitimidad (Responsabilidad de accionistas y administradores)”, J.A. 1997-IV-737; ROITMAN, H., “Dividendos provisionales”, RDCO, año 11, Nº 61-66 (1978), p. 1461 y ss.; ROVIRA, A., “El derecho al reparto anual de las utilidades y las restricciones impuestas por los acreedores sociales”, *II Congreso de Derecho Societario*, Mar del Plata, 1979, Comisión IV, p. 475; GRISPO, J., “El problema de las reservas en la ley de sociedades”, L.L. 2004-F-1281; VERÓN, A.V., *Sociedades comerciales*, Buenos Aires: Astrea, 1998, t. 1, p. 690 y ss.; VÍTOLO, D.R., *Sociedades comerciales*, Sana Fe: Rubinzal-Culzoni, 2007, t. II, p. 88 y ss.; ROITMAN, H., *Ley de Sociedades Comerciales comentada y anotada*, 2ª ed., Buenos Aires: La Ley, 2011, t. II, p. 534 y ss., entre muchos otros. En la doctrina nacional: RIPPE, S., “Subcapitalización y responsabilidad de directores y administradores”, *Jurisprudencia Argentina*, número especial, 1997, p. 28; OLIVERA GARCÍA, R., “El concepto de capital como límite a la potestad de distribución de dividendos”, en *Estudios de Derecho Societario*, Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 337; JIMÉNEZ DE ARÉCHAGA, M., “El derecho del accionista al dividendo y el derecho de la sociedad a afectar utilidades”, *Anuario de Derecho Comercial*, t. 11, Montevideo: FCU, 2006, p. 57; PÉREZ-RAMOS BOLOGNA, G., “Derechos de los accionistas a participar en las ganancias de la sociedad anónima”, AA.VV., *Derecho Societario. Ferro Astray in memoriam*, Montevideo: BdeF, 2007, p. 277; MILLER, A., “La esencialidad del derecho al dividendo y sus limitaciones legales”, *Revista de Derecho Comercial*, 3ª época, Nº 5, Montevideo: FCU, 2012, p. 65; RODRIGUEZ MASCARDI, T. – FERRER MONTENEGRO, A., “Utilidades vs. reservas. Una tensión recurrente en el funcionamiento de las sociedades”, AA.VV., *Impulso y desarrollo: El Derecho Comercial como organismo vivo*, Montevideo: FCU, 2017, p. 235.

creo que la cuestión del derecho al dividendo y del autofinanciamiento societario es un tema de siempre⁷.

2. ¿QUÉ ES EL AUTOFINANCIAMIENTO?

Como hemos afirmado en otra oportunidad, el autofinanciamiento o financiamiento interno consiste en la obtención de recursos financieros para el desarrollo de la actividad empresarial que provienen de la operativa misma de la sociedad. Se contrapone al financiamiento externo realizado con recursos provenientes de terceros, sea a través del otorgamiento de crédito (pasivos) sea a través de aportes de capital⁸.

El autofinanciamiento supone que es la propia sociedad, a partir de su operativa, la que genera los recursos necesarios para su financiamiento.

En este sentido, la doctrina⁹ ha realizado una distinción entre dos formas de autofinanciación:

a) Autofinanciación por enriquecimiento, que incluye la retención de dividendos a través de la constitución de reservas o de la capitalización de utilidades; y

b) Autofinanciación por mantenimiento, que incluye las amortizaciones o depreciaciones, las provisiones y provisiones, con cargo a los resultados de la sociedad, que tienen por objeto impedir el deterioro del patrimonio.

Si bien podemos no coincidir plenamente con la terminología utilizada de “enriquecimiento” y “mantenimiento”, no puede negarse la importante utilidad de esta distinción conceptual. La misma permite diferenciar aquellas formas de autofinanciamiento que inciden en la propia determinación de la utilidad social (autofinanciamiento por mantenimiento) de aquellas otras que inciden en la distribución de la utilidad ya devengada entre los socios o accionistas (autofinanciamiento por enriquecimiento).

En todo estado contable de fuente y aplicación de fondos ambas formas de autofinanciamiento resultan necesariamente recogidas¹⁰. En los mismos será posible determinar los recursos financieros originados por fuentes externas a la sociedad de aquellos otros de generación interna, con los cuales la sociedad se autofinancia.

Al autofinanciamiento por mantenimiento gran parte de la doctrina lo ha denominado “constitución de reservas ocultas”, asignándole una nota de falta de claridad o transparencia, cuando no de ilicitud¹¹. Este punto, sobre el que desgraciadamente no tendremos ocasión de extendernos, muy lejos está de representar un comportamiento contrario a derecho. Las

⁷ Incluso, la propia encíclica Mater e Magistra del Papa Juan XXIII hace referencia a la influencia del autofinanciamiento en los incrementos productivos de las medianas y grandes empresas. En su punto 75 la misma expresa: “*hoy en muchos Estados las estructuras económicas nacionales permiten realizar no pocas veces a las empresas de grandes o medianas proporciones rápidos e ingentes aumentos productivos, a través del autofinanciamiento, que renueva y completa su equipo industrial*”.

⁸ Vé. OLIVERA GARCÍA, R., “El autofinanciamiento de las sociedades anónimas”, Anuario de Derecho Comercial, t. 4, Montevideo: FCU, 1989, p. 39 y ss.; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal Culzoni, 2005, p. 345 y ss.

⁹ SUÁREZ SUÁREZ, A., *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Madrid: Pirámide, 1987, p. 312.

¹⁰ Vé. FOWLER NEWTON, E., *Contabilidad Superior*, 6ª ed., Buenos Aires: La Ley, 2010, t. II, p. 1469 y ss. ALONSO PÉREZ, A. – POUSA SOTO, R., *Manual de contabilidad práctica para juristas*, Barcelona: Bosch, 2017, p. 386 y ss.

¹¹ FARINA, J.M., *Tratado de Sociedades Comerciales*, Rosario: Zeus, 1980, Parte general, p. 545; GRISPO, “El problema de las reservas”, cit., p. 1281; ZALDÍVAR – MANOVIL – RAGAZZI – ROVIRA – SAN MILLÁN, *Cuadernos de derecho societario*, cit., p. 380.

depreciaciones, provisiones y provisiones contables, que componen sustancialmente este concepto¹², suponen cargos a los resultados de la sociedad que reducen la utilidad contable. Las mismas constituyen prácticas contables lícitas y prudentes que reflejan la pérdida del valor de los activos sociales o anticipan una pérdida futura¹³. Son manifestaciones técnicas de la prudencia empresarial, práctica tan importante en la vida social.

Nos concentraremos, en cambio, en analizar la otra forma de autofinanciamiento (por enriquecimiento), la cual se encuentra vinculada a la decisión de no distribuir las utilidades sociales como dividendo, aplicando las mismas a financiar la operativa social.

3. EL AUTOFINANCIAMIENTO POR ENRIQUECIMIENTO ES UN TEMA VINCULADO AL CONCEPTO Y LÍMITES DEL DERECHO AL DIVIDENDO.

El derecho a participar en los beneficios de la sociedad es, sin lugar a dudas, el más importante de los derechos de los socios. La participación en las ganancias y el soportar las pérdidas son elementos que integran la causa típica de las sociedades comerciales. Incluso podría afirmarse que es una manifestación del derecho de propiedad, en la medida que el mismo alcanza no solamente a los bienes, sino también a los derechos de contenido patrimonial¹⁴.

En esta materia, si bien los mayores desarrollos han sido realizados en torno al régimen de las sociedades anónimas, los mismos resultan de aplicación respecto a todos los tipos sociales.

Es tradicional la cita del Maestro Vivante¹⁵ para quien el derecho a exigir el dividendo se halla subordinado a dos condiciones: una suspensiva, que resulte del balance aprobado por la asamblea; y otra resolutive, que la asamblea no modifique el estatuto suspendiendo su pago para constituir un fondo de reserva. Esto ha permitido a Guido Rossi¹⁶ distinguir entre: derecho abstracto al dividendo, derecho al reparto periódico de utilidades y derecho concreto al dividendo o crédito por dividendo.

Estrictamente, para que los socios tengan derecho a recibir recursos sociales a título de dividendos resulta necesario entonces, no solamente que existan utilidades sociales, sino que, además, el órgano social competente haya resuelto su distribución. La sociedad es un sujeto de derecho diferente a la persona de sus socios, con un patrimonio independiente. Para que el socio se transforme en acreedor de la sociedad resulta necesaria la resolución social que transforme la utilidad devengada en un derecho de crédito.

En tal sentido, nos plantea reparos la afirmación de Vivante cuando expresa que la resolución de asamblea es una condición “resolutive” de la exigibilidad del dividendo. Esto supondría sostener que el derecho de crédito del socio o accionista surge por la sola generación de la utilidad social y se mantiene vigente hasta tanto el órgano social competente (asamblea) no disponga su no distribución. Esto claramente no es así: la existencia de utilidad social no resulta suficiente para hacer nacer a favor del socio un derecho de crédito. Éste sólo habrá de nacer cuando exista la decisión social de distribuir dicha utilidad como dividendo.

¹² Vé. SUÁREZ SUÁREZ, *Decisiones óptimas de inversión*, cit., ps. 312-313.

¹³ Vé. WESTON, J.F. – BRIGHAM, E., *Finanzas en Administración*, trad. esp., México: Nueva Editorial Interamericana, 1977, p. 764 y ss.; también OLIVERA GARCÍA, “El autofinanciamiento de las sociedades anónimas”, cit., p. 374 y ss.

¹⁴ Vé. OLIVERA GARCÍA, R., “El perverso régimen de aumento real de capital o el caso del concertista zopenco”, *Rev. Derecho y Tribunales* (Montevideo), N° 2 (2006), p. 65 y ss.

¹⁵ VIVANTE, C., *Trattato di Diritto Commerciale*, Milano: Dott. Francesco Vallardi, 1912, vol. II, p. 440.

¹⁶ ROSSI, G., *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano: Giuffrè, 1957, ps. 131-133.

El tema del derecho al dividendo y el derecho al reparto integral, en forma periódica, de las utilidades sociales ha dado lugar a posiciones doctrinarias encontradas entre quienes entienden que no existe un derecho al reparto periódico de utilidades y quienes sostienen que el derecho al dividendo supone el reparto anual de las mismas. También se han planteado posturas intermedias que buscan establecer los límites dentro de los cuales la retención de utilidades resulta posible¹⁷.

En la doctrina argentina, el Halperin mantuvo tradicionalmente un criterio muy restrictivo respecto al establecimiento de límites a la distribución de las utilidades. En postura sostenida, tanto antes¹⁸ como después¹⁹ de la aprobación de la ley argentina Nº 19.550 (cuya comisión de redacción presidió), expresaba que: en ausencia de una cláusula estatutaria expresa, la asamblea de accionistas carecía de facultades para suprimir la distribución ni para crear reservas irrevocables.

Sin embargo, la rigidez de este concepto resulta contradicha por la propia letra de las leyes societarias, tanto argentina como uruguaya. Nuestra Ley de Sociedades Comerciales Nº 16.060 (art. 93) -con norma equivalente tomada de la ley argentina (art. 70)- impone la afectación de utilidades para constituir una reserva legal y prevé la posibilidad de constitución de otras reservas (voluntarias) cuando las mismas sean razonables, respondan a una prudente administración y sean adoptadas por una mayoría especial. La creación de estas reservas voluntarias no requiere previsión estatutaria, siendo necesaria su aprobación por la mayoría del capital social²⁰.

Como destaca Jesús Rubio²¹, la distinción entre los conceptos de derecho al dividendo y derecho al reparto periódico de las utilidades involucra la pugna de intereses que naturalmente se plantea en las sociedades anónimas. De un lado, el de los accionistas a procurar al máximo la finalidad esencial que les ha impulsado a entrar en la sociedad (reparto del lucro) y, de otro lado, el de la propia sociedad, tal como lo conciben sus órganos legales, a la productividad y conservación de la empresa. Se trata precisamente de la oposición tantas veces subrayada entre política de altos dividendos y política de autofinanciación²².

Desde el punto de vista técnico, la sociedad tiene diferentes opciones de afectación de las utilidades sociales devengadas.

- a) Distribución de las mismas como dividendo.
- b) Mantenimiento de las utilidades como resultados acumulados (cuenta nueva).

¹⁷ Para un desarrollo completo de las posiciones doctrinarias sobre este tema, véase: ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, cit., ps. 138-139.

¹⁸ HALPERIN, I., *Manual de Sociedades Anónimas*, Buenos Aires: Depalma, 1971, p. 170.

¹⁹ HALPERIN, *Sociedades Anónimas*, cit., p. 354.

²⁰ En la ley argentina cuando las reservas voluntarias excedan el capital y las reservas legales se requiere mayoría absoluta de las acciones con derecho de voto en las sociedades por acciones (art. 244) y, en el caso de las limitadas, igual mayoría que para la modificación del contrato (art. 70).

²¹ RUBIO, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid: Editorial de Derecho Financiero, 1964, ps. 290-291.

²² Con respecto a la diversidad de intereses y a la oposición entre los diferentes grupos de accionistas, Vé. GARRIGUES, J., "Nuevos hechos, nuevo derecho de la Sociedad anónima", en *Hacia un nuevo Derecho mercantil*, Madrid: Tecnos, 1971, p. 57 y ss. En esta obra, el profesor GARRIGUES cita un pasaje del libro de José de la Vega, publicado en Ámsterdam en 1688, bajo el título "Confusión de confusiones. Diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito", describiendo el negocio de las acciones, su origen, su etimología, su realidad, su juego y su enredo. En esta obra, José de la Vega distingue tres tipos diferentes de accionistas: los príncipes de la renta, los mercaderes y los jugadores.; príncipes de la renta serían aquellos accionistas interesados en obtener de las acciones la renta que las mismas producen, sin importarles el valor que tales acciones tengan, ni su posibilidad de comercialización. Los mercaderes serían aquellos accionistas que compran acciones con el ánimo de revenderlos a mayor precio, obteniendo un lucro por la diferencia. Finalmente, los jugadores serían aquellos accionistas que realizan con las acciones juegos de bolsa, comprándolas a crédito y volviéndolas a vender, en operaciones diferenciales.

- c) Constitución de una reserva voluntaria.
- d) Capitalización de la utilidad.

Las tres últimas opciones constituyen escenarios de autofinanciamiento, en los cuales la utilidad social no resulta distribuida, sino que es aplicada a financiar el funcionamiento de la sociedad.

La capitalización de utilidades ha sido también llamada “pago de dividendos en acciones”. Pago de dividendos en acciones es un oxímoron, ya que constituye intrínsecamente el comportamiento más opuesto al pago de un dividendo. El mismo supone la afectación irrevocable de las utilidades como integración de capital, emitiendo y distribuyendo la sociedad las acciones liberadas que representan el aumento.

La mayoría de la doctrina ha aceptado el pago de dividendos en acciones²³. Sin embargo, una cosa implica sostener que el pago de dividendos en acciones es un comportamiento social lícito y otra, bien diferente, decir que se trata conceptualmente de un dividendo.

En el pago de dividendo en acciones no existe transferencia alguna de riqueza de la sociedad al accionista. Con la emisión de las acciones liberadas emitidas por la sociedad, ésta simplemente aumenta el número de títulos representativos de un mismo patrimonio social. Por esa razón, el dividendo en acciones no es conceptualmente un dividendo. Es el no pago de dividendos; es la decisión más extrema de autofinanciamiento societario²⁴.

4. LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS COMO UNA DE LAS DECISIONES FUNDAMENTALES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.

El tema del derecho a la distribución del dividendo y del autofinanciamiento societario nos sumerge necesariamente en el mundo de las finanzas de empresas, que estudian las maneras de utilización más adecuada de los recursos financieros, como forma de lograr la maximización del valor de la empresa²⁵.

La asignación de los recursos financieros supone la adopción por las sociedades de tres grandes decisiones financieras: decisiones de inversión; decisiones de financiamiento; y decisiones de dividendos²⁶.

Las *decisiones de inversión* implican decidir sobre la aplicación de los recursos financieros disponibles, a los efectos de cumplir el objeto social. Esto incluye tanto las decisiones de comprar bienes de activo fijo, como las de ampliar el capital de trabajo o de realizar una colocación en el mercado financiero. Supone no solamente el análisis de cada inversión en forma aislada sino además el de su relación con las demás inversiones de la empresa. Se trata de decidir sobre el “portafolio de inversiones” de la sociedad.

Las *decisiones de financiamiento* suponen establecer cuáles son las combinaciones óptimas de las diferentes fuentes de financiamiento con que cuenta la sociedad, tomando en consideración el

²³ MALAGARRIGA, C., *Tratado elemental de Derecho Comercial*, Buenos Aires: TEA, 1958, t. I, p. 555; HALPERIN, *Sociedades anónimas*, cit., p. 367; ALEGRÍA, H., *Sociedades anónimas*, Buenos Aires: Forum, 1962, p. 255; SASOT BETES - SASOT, *Sociedades anónimas. Los dividendos*, cit., p. 170; ZALDÍVAR – MANÓVIL – RAGAZZI – ROVIRA – SAN MILLÁN, *Cuadernos de derecho societario*, cit., t. I, p. 386.

²⁴ En esta línea, véase: PINEDO, A., “Derecho al dividendo y dividendo en acciones”, J.A., 30-8-65, p. 1.

²⁵ La definición de este concepto se encuentra íntimamente vinculada al concepto de interés social, tal como veremos más adelante.

²⁶ Vé. PASCALE, R., *Decisiones financieras*, 6ª ed., Buenos Aires: Prentice Hall – Pearson Education, 2009, p. 11 y ss.

costo de las mismas y el riesgo insumido: financiarse con pasivos de corto o de largo plazo; hacerlo en moneda nacional o extranjera; ampliar o no el capital social; acudir o no a los mercados de oferta pública de valores.

Las *decisiones de dividendos* implican balancear la forma y oportunidad en que la sociedad habrá de retribuir a los socios o accionistas por el capital social aportado, a expensas de la privación de recursos financieros para la sociedad.

Estas decisiones financieras no se adoptan en forma independiente o aislada, sino que se encuentran íntimamente relacionadas entre sí. La optimización de algunas de las decisiones financieras se realiza, muchas veces, en detrimento de la optimización de las restantes.

Este balance dinámico entre las decisiones financieras determina que resulta necesario definir, en cada momento, cuál habrá de ser la política residual. Es frecuente que la política de dividendos resulte muchas veces residual respecto a las restantes políticas (inversión y financiamiento) debido a que la misma es la que menor incidencia tiene en el valor de la empresa.

La toma de decisiones financieras es una típica función de administración, en la medida que supone el cumplimiento del objeto social. En consecuencia, la misma corresponde en principio al órgano de administración. Sin embargo, existen excepciones:

a) En las sociedades anónimas, cualquier decisión de administración puede ser sometida a la asamblea de accionistas por el directorio, el consejo de vigilancia o los síndicos (art. 342).

b) En materia de inversiones, se requiere decisión de asamblea para mantener la autocartera (art. 314), así como para invertir en el capital de otras sociedades o de grupos de interés económico (art. 356). Muchas normas estatutarias exigen también decisión de asamblea para la compra o venta de bienes inmuebles o para la venta del establecimiento comercial.

c) En materia de financiamiento, se requiere decisión de asamblea para la emisión de obligaciones negociables y para el aumento de capital (art. 343), tanto real como nominal.

d) En materia de dividendos, la decisión de distribución requiere, en todos los casos, resolución de asamblea (art. 342).

Sin embargo, como marca con acierto Colombres²⁷, estas resoluciones de asamblea constituyen actos de administración, en la medida que tienden al cumplimiento del objeto social.

Esto surge además claramente de la ley al regular, por ejemplo, la constitución de reservas voluntarias, contracara de la distribución de dividendos (art. 93). La constitución de estas reservas –potestad reservada a la asamblea– debe ser razonable y responder a “una prudente administración”.

Como hemos sostenido en otra oportunidad²⁸, la consecuencia necesaria de que las decisiones de dividendos adoptadas por las asambleas sociales representen ejercicio de una función de administración y no de gobierno es que, al adoptar las mismas, los accionistas –soportes del órgano– se encuentren alcanzados por los mismos deberes fiduciarios de lealtad y diligencia que la ley impone a los integrantes del órgano de administración de la sociedad (art. 83).

²⁷ COLOMBRES, G., *La teoría del órgano en la sociedad anónima*, Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1964, p. 108.

²⁸ OLIVERA GARCÍA, R., “Responsabilidad del administrador societario”, AA.VV., *Ley de Sociedades Comerciales. Estudios a los 25 años de su vigencia* (Olivera García, dir.), Montevideo: La Ley, 2015, tomo II, ps. 929-930; también en “Los grupos de sociedades en el derecho uruguayo”, Ferro Astray-Olivera García, *Grupos de sociedades*, Montevideo: La Ley, 2014, ps. 262-263.

5. UN TEMA PREVIO: EL CONCEPTO DE UTILIDAD.

El autofinanciamiento nos convoca además a definir el concepto de utilidad. La distribución de un dividendo tiene como presupuesto necesario la existencia de utilidades sociales; de modo que, ante la inexistencia de utilidades sociales, habrá de faltar uno de los presupuestos esenciales para la existencia de un dividendo.

Muchas veces, la demanda de autofinanciamiento tiene su causa en la existencia de un escenario en el cual, desde el punto de vista económico, no existen auténticas utilidades sociales.

La doctrina ha menospreciado muchas veces el tema de la utilidad social. Se limita muchas veces a asumir que se trata de un insumo proveniente mágicamente de la confección técnica de los estados contables.

El concepto de utilidad social ha sido largamente debatido tanto en el ámbito del Derecho como de la Economía. La determinación de cuándo existe utilidad social, distribuible entre los accionistas como dividendo, se encuentra íntimamente vinculado al sutil equilibrio entre accionistas y acreedores para disponer de los bienes de la sociedad²⁹.

El concepto de utilidad marca el límite de los recursos financieros disponibles por los socios o accionistas sin vulnerar la garantía de los acreedores. La utilidad y su contrapartida –el capital social– representan el fiel de la balanza entre los derechos de accionistas y acreedores sobre los bienes de la sociedad.

La utilidad contable proviene de la determinación del resultado neto, producto de comparar ingresos y gastos sociales, a lo largo de la vida de la sociedad. Su división en ejercicios representa una división convencional, realizada a los efectos de su medición y de la adopción de decisiones administrativas o financieras. Por lo tanto, es imprecisa la ley cuando dice que las ganancias no pueden distribuirse hasta tanto no se cubran las pérdidas de ejercicios anteriores (art. 98). La utilidad es un flujo constante de ingresos y gastos, devengados a lo largo de toda la vida de la sociedad. Su división en ejercicios sociales constituye solamente una división arbitraria en el tiempo, a los efectos de su medición. Cuando existen pérdidas de ejercicios anteriores no existe, estrictamente, utilidad o ésta es inferior.

A diferencia de la ley argentina, que habla de utilidades deben ser “realizadas” y “líquidas” (art. 68) –siguiendo el Código de Comercio que hablaba de utilidades líquidas y comprobadas (art. 418)– nuestra ley societaria se refiere a “utilidades netas” (art. 98). La expresión de “utilidades líquidas” siempre nos ha causado preocupación. La contabilidad se construye, en el mundo entero, bajo el criterio de lo devengado. Los ingresos y gastos son computados en el momento del acto o de la convención generadora de obligaciones y no en el momento del cobro o del pago. Por lo tanto, la cuestión de la “liquidez” de la utilidad constituye un concepto ajeno a la técnica contable.

Alguna doctrina³⁰ ha sostenido que no resultarían computables las utilidades derivadas de negocios sujetos a condición suspensiva o resolutoria. Esta afirmación no parece aceptable. Estrictamente, todo negocio sinalagmático en curso de cumplimiento se encuentra sujeto a condición resolutoria.

²⁹ OLIVERA GARCÍA, R., “No todo lo que brilla es oro: el derecho al dividendo y el compromiso con la estabilidad social”, AA.VV. X Congreso Argentino de Derecho Societario - VI Congreso Iberoamericano de derecho societario y de la empresa, Córdoba, 2007, tomo II.

³⁰ MOLINA SANDOVAL, C., “Principios básicos del régimen de distribución de utilidades”, J.A., 2004-IV-3.

Las utilidades nunca son ni dejan de ser líquidas. La sociedad tiene una utilidad producto del resultado neto de sus ingresos y gastos, y tiene una liquidez, producto del saldo deudor de su capital de trabajo (activo corriente – pasivo corriente). ¿Podemos acaso pensar que se ha querido decir que para distribuir un dividendo la sociedad debe contar con liquidez suficiente para ello? ¿Sería contrario a la ley que la sociedad se endeudase para pagar un dividendo? Esta cuestión se encuentra íntimamente vinculada al desarrollo de la política de financiamiento y de dividendos que haya adoptado la sociedad y resulta absolutamente imposible adelantar criterios definitivos al respecto.

Por ejemplo, la Ley de Sociedades del Estado de California propone sustituir el concepto de capital y de utilidades como límite a la distribución de dividendos por el concepto de *balance sheet test* y el *equity insolvency test*. Vinculan, en consecuencia, el concepto de utilidad distribuable y la potestad de la sociedad de desarrollar su política de distribución de dividendos con la capacidad de ésta de mantener su solvencia y la capacidad de hacer frente a las obligaciones sociales³¹.

Resulta altamente discutible que el concepto de utilidad social pueda ser extraído del contenido de los estados contables preparados por la sociedad. La información contable tiene una finalidad de información sobre la situación y el desarrollo de la actividad social; no pretende establecer la utilidad social ni la posibilidad de su distribución.

El concepto de utilidad social se encuentra vinculado a la necesaria preservación del capital social y a la adecuada protección de los acreedores.

6. CONCEPTO DE UTILIDAD Y CONCEPTO DE CAPITAL.

El concepto de utilidad tiene su contrapartida en el concepto de capital social, como cifra de retención impuesta a la sociedad, en beneficio de los acreedores.

La generalización en el siglo XIX de la sociedad anónima como forma jurídica de la empresa y la consolidación del beneficio de limitación de responsabilidad hicieron aparecer en el derecho el concepto de capital, como forma de establecer un límite a la facultad de los accionistas para distribuir activos sociales y proteger a los acreedores³². Se trata de un concepto relativamente nuevo en la vida del derecho mercantil, que estaba muy poco desarrollado en el régimen de nuestro Código de Comercio.

El concepto de capital aparece como contrapartida de la idea de limitación de responsabilidad³³, como forma de establecer una cifra de retención sobre los activos sociales, fuera de la potestad de decisión de los accionistas, en beneficio de los acreedores. Esta función de garantía es la más importante y antigua que cumple el capital social. Como expresan *Mannings y Hanks*³⁴, el concepto de capital actúa como el fiel de la balanza entre los derechos de los socios y acreedores, permitiendo

³¹ El requisito del *equity insolvency test* tiene sus orígenes en el derecho americano en el caso Wood v. Dummer de 1824 (Vé. FREY, A.H. - CHOPER, J.H. – LEECH, N.E. - MORRIS, C.R., *Cases and Materials on Corporations*, 2ª ed., Boston-Toronto: Little, Brown & Co., 1977, p. 794).

³² Como nos recuerda ASCARELLI, el concepto de capital en las sociedades anónimas y limitadas es una institución creada por el legislador como contrapartida a la exoneración de responsabilidad de los socios y para facilitar el crédito comercial de la compañía (Studi in tema di società, Milano: Giuffrè, 1952, p. 13).

³³ Expresa MANÓVIL, citando a Detlev Vagts que, alrededor del 1300 la ciudad de Siena dispuso que los socios de las sociedades en ella constituida responderían sólo en forma mancomunada y proporcional a su participación, lo cual tuvo por efecto que los comerciantes de las restantes ciudades se negaran a seguir comerciando con los de Siena, generando así la decadencia económica de esta ciudad (“Responsabilidad de los socios por insuficiencia de capital propio”, AA.VV., *Derecho Empresarial Actual*, Buenos Aires: Depalma, 1996, ps. 601 y ss.).

³⁴ MANNINGS, B. - HANKS, J.J., *Legal Capital*, 3ª ed., New York: Foundation Press, 1990, ps. 5 y ss.

a aquéllos la distribución como dividendos de todos aquellos recursos patrimoniales que exceden del capital.

La función de garantía del capital es aceptada por la doctrina en forma unánime³⁵. Algunos autores, incluso, utilizan atractivas figuras para describir esta función. *Thaller*³⁶ expresa que el capital es una línea de retención trazada en el activo. *Vivante*³⁷, comparando la función que el capital cumple frente al patrimonio, hace el símil con un recipiente destinado a medir el grano, que ora supera la medida, ora no llega a colmarla. *Garrigues*³⁸, por su parte, sostiene que la cifra de capital representa un dique que va conteniendo las aguas (elementos del activo) hasta que el activo supera el nivel del dique. A partir de este instante, el agua que exceda irá a beneficiar a los accionistas bajo la forma de dividendo.

Si bien históricamente el concepto de capital fue definido en forma estática, tomando el valor de los aportes realizados por los accionistas, la doctrina ha evolucionado hacia la determinación de un concepto de capital que contemple la situación de una empresa en marcha. La doctrina³⁹ hace referencia a la existencia de un concepto de capital real, definido como la porción del patrimonio neto del cual la sociedad no puede disponer.

La sociedad anónima es una unidad económica que tiene su propio interés social, consistente en el desarrollo de su objeto en el mercado. La realidad económica determina que la misma se vea enfrentada a requerimientos y necesidades, impuestas por nuevas realidades económicas, por avances tecnológicos y por la competencia en el mercado que determinan requerimientos de financiamiento para mantener su capacidad operativa. Estas demandas financieras muchas veces pueden cubrirse con la obtención de créditos, pero también en muchos casos requieren de la aplicación de recursos propios de la sociedad. En este sentido, en muchos casos, el autofinanciamiento de la sociedad, reteniendo total o parcialmente la utilidad contable que figura en sus balances, es una decisión necesaria para que la misma conserve su capacidad operativa, su posición en el mercado y pueda dar cumplimiento a las obligaciones contraídas frente a terceros.

El mantenimiento de la capacidad operativa o productiva de la sociedad es un tema de preocupación creciente de los economistas, quienes sostienen que existen utilidades cuando se

³⁵ CAMPOBASSO, G.F., *Diritto Commerciale*, Torino: UTET, vol. 2, 1988, ps. 8-9; SIMONETTO, E., *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova: CEDAM, 1959; "Concetto e composizione del capitale sociale", *Rivista di Diritto Commerciale*, vol. LIV, ps. 48 y ss.; PORTALE, G.B., "Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni", *Rivista delle Società*, 1970, ps. 66-67; BENATTI, L., *Il capitale minimo nella disciplina degli intermediari finanziari*, Milano: Giuffrè, 1988, p. 35; ROJO, A., "Consideraciones sobre la función de garantía del capital de la sociedad anónima en el derecho español", *RDCO.*, año 31, Nº 181, ps. 21 y ss.; GUYON, Y., *Droit des Affaires*, París: Economica, 1990, ps. 105-107; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Madrid: Revista de Derecho Privado, 1994, t. I, ps. 303-304; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 1973, p. 40; MASSAGUER, J., "El capital nominal", *Revista General de Derecho*, 1990, ps. 5549 y ss.; PAZ-ARES, C., "Sobre la infracapitalización de las sociedades", *Anuario de Derecho Civil*, 1983, ps. 1587 y ss.; ZALDÍVAR – MANÓVIL – RAGAZZI – ROVIRA, *Cuadernos de Derecho Societario*, cit., vol. III, p. 141; FARINA, *Tratado de Sociedades Comerciales*, cit., t. II-B, ps. 94-95; ARAYA, M., "Repensar la noción de capital social", *AA.VV., Derecho Empresarial Actual*, Buenos Aires: Depalma, 1996, p. 40; FERRO ASTRAY, J., "El capital social en las sociedades anónimas", *AA.VV. II Encuentro Argentino-Uruguayo de Institutos de Derecho Comercial*, Colonia, 1997, p. 3; RIPPE, S., "Subcapitalización y responsabilidad de directores y administradores", cit., p. 28; OLIVERA GARCÍA, R., "La obsolescencia del concepto de capital social", *Anuario de Derecho Comercial*, Montevideo, 1996, t. 7, p. 25.

³⁶ THALLER, E., "De l'augmentation du capital par transformation en actives, soit du passif, soit des reserves de la société", *Annuaire de Droit Commercial*, Paris, 1907, p. 177.

³⁷ VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, cit., vol. II, p. 208.

³⁸ GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid: Revista de Derecho Mercantil, 1947, vol. I-2, p. 637.

³⁹ DE GREGORIO, A., *Los balances de las sociedades anónimas*, trad. española, Buenos Aires: Depalma, 1950, ps. 379-380; SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia*, cit., ps. 237 y ss.; PORTALE, "Capitale sociale", cit., p. 3.

produce un incremento en dicha capacidad operativa no proveniente de nuevos aportes de capital. Para determinar el mantenimiento de la capacidad operativa se han propuesto tres criterios alternativos⁴⁰:

- a) El mantenimiento del mismo volumen de activos físicos;
- b) El mantenimiento de los activos necesarios para producir en el futuro el mismo volumen de bienes y servicios (criterio que contempla los cambios tecnológicos sobre los activos); y
- c) El mantenimiento de los activos necesarios para producir en el futuro el mismo valor de bienes y servicios (criterio que toma en cuenta los cambios tanto tecnológicos como en el tipo de producción).

En consecuencia, la cifra de retención indisponible por la sociedad (capital real) estará dada por aquellos activos que resulten necesarios para que la sociedad conserve su capacidad operativa. La transferencia de la sociedad hacia sus accionistas, por concepto de dividendos, de activos que determinen una reducción de la capacidad operativa de la sociedad implica privar a la misma de recursos que le son necesarios para su giro y constituye un comportamiento antijurídico, pues impide que la sociedad cumpla su objeto y dé cumplimiento a las obligaciones asumidas frente a terceros⁴¹.

De lo expuesto surge que la utilidad arrojada por los estados contables de la sociedad solamente resultará disponible por los accionistas a la hora de resolver su distribución como dividendo, en la medida que dicha utilidad contable refleje además una utilidad real, que permita a la sociedad mantener su capacidad operativa.

La distribución de utilidades contables en menoscabo de la capacidad operativa de la sociedad puede conducir a la misma a una situación de infracapitalización, con las consecuencias que esta situación puede tener en la responsabilidad de socios y administradores⁴².

7. LA INCIDENCIA DEL INTERÉS SOCIAL.

Tanto en la determinación de la utilidad social como en la decisión de su distribución surge nuevamente la cuestión del interés social y el tradicional enfrentamiento entre las concepciones

⁴⁰ GYNTER, R.S., *Capital maintenance, price changes and profit determination*, The Accounting Review, vol. XLV, 1970, ps. 712 y ss., citado por FOWLER NEWTON, E., *Cuestiones contables fundamentales*, Buenos Aires: La Ley, 2011, ps. 122-123.

⁴¹ Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) preparadas por el *International Accounting Standards Board* (IASB) han recogido esta preocupación. Disponen que, para la determinación de la utilidad deberá previamente definirse qué concepto de mantenimiento de capital que ha resuelto utilizar la sociedad. Al respecto, brinda dos opciones:

- a) *Mantenimiento del capital financiero*. Bajo este concepto se obtiene ganancia sólo si el importe financiero de los activos netos al final del periodo excede al importe financiero de los activos netos al principio de éste, después de excluir las aportaciones de los propietarios tenedores de derechos de patrimonio y las distribuciones hechas a éstos en ese periodo.
- b) *Mantenimiento del capital físico*. Bajo este concepto se obtiene ganancia sólo si la capacidad productiva en términos físicos (o capacidad operativa) de la entidad al final del periodo (o los recursos o fondos necesarios para conseguir esa capacidad) excede a la capacidad productiva en términos físicos al principio del periodo, después de excluir las aportaciones de los propietarios tenedores de derechos de patrimonio y las distribuciones hechas a éstos durante ese periodo.

⁴² Vé.: PAZ-ARES, "Sobre la infracapitalización de las sociedades", cit., ps. 1587 y ss.; MANÓVIL, "Responsabilidad de los socios por insuficiencia de capital propio", cit., p. 601 y ss.; RIPPE, "Subcapitalización y responsabilidad de directores y administradores", cit., p. 27; OLIVERA GARCÍA, R., "Infracapitalización societaria: un tema de derecho y economía", Anuario de Derecho Comercial, Montevideo: FCU, 2010, p. 11 y ss.

contractualistas y las concepciones institucionalistas, con todos los matices que, unas y otras, han tenido a lo largo de la evolución doctrinaria de los últimos años.

Desde los trabajos de Otto von Gierke⁴³ sobre la llamada “concepción realista” de la persona jurídica se ha desarrollado la idea de que ésta no es una mera ficción legal –como expresaba Savigny– sino un ente diferente de sus integrantes, con un patrimonio, una voluntad y un objeto propios, que no necesariamente coincide con el de sus miembros.

El siguiente paso en este proceso fue el reconocimiento de que la sociedad comercial –en cuanto persona jurídica– tenía además un interés propio. Esta cuestión, planteada originariamente por Saleilles a comienzos del siglo pasado, se ha transformado en un concepto central del derecho societario. Si bien alguna doctrina ha negado la existencia de un interés social, la mayoría de los autores la admite y la propia ley societaria recoge este concepto.

Las posiciones doctrinarias sobre el concepto de interés social se dividen entre las que definen a la sociedad como un contrato (contractualistas) y las que lo hacen como una institución (institucionalistas). Los contractualistas ortodoxos identifican el interés social con el interés de los socios o accionistas expresado a través del voto. En el otro extremo, se encuentran quienes sostienen que la sociedad es un ente diferenciado respecto de los accionistas y que, además del interés de éstos, la sociedad debe contemplar otros intereses externos (*stakeholders*).

La doctrina⁴⁴ ha ido promoviendo soluciones intermedias que buscan objetivar el concepto de interés de los accionistas, entendiendo que no se trata solamente del interés de los accionistas actuales, sino también del de los futuros y eventuales. En tal sentido, dan un paso más, entendiendo que el interés social es el fin común (objetivo), entendido como la maximización del valor de la empresa en beneficio de los accionistas⁴⁵. Si esta definición debe ser catalogada de contractualista o institucionalista no pasa de ser un tema semántico y, la mayoría de las veces, teórico. La misma tiende, en todos los casos, a tomar en cuenta el interés objetivo de la sociedad como ente jurídico diferenciado.

El punto central consiste en establecer una pauta para el actuar de los órganos sociales. Es decir, si en su actuación los mismos deben perseguir solamente el interés actual de los accionistas o deben igualmente buscar el interés de otros sujetos vinculados con la actuación de la empresa, procurando la conservación de ésta a largo plazo⁴⁶.

No será ésta la ocasión de ingresar en la interesante polémica planteada entre contractualistas e institucionalistas, la cual se encuentra muchas veces impregnada por factores emocionales, históricos, ideológicos y políticos. Habremos de considerar el interés social como aquél que se encuentra alineado con la creación de valor para la sociedad, maximizando la rentabilidad y los beneficios sociales, tanto para los accionistas (actuales, futuros y eventuales) como para los terceros (*stakeholders*).

La determinación del interés social no es patrimonio de ninguno de los órganos sociales. Tampoco es exclusivamente el interés común de los socios. Cuando éstos constituyen una sociedad

⁴³ VON GIERKE, O., *Das Deutsche Genossenschaftrecht*, citado por FERRARA, F., *Teoría de las personas jurídicas*, trad. esp., Madrid: Reus, 1929, p. 185 y ss.

⁴⁴ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 246, octubre-diciembre 2002, p. 1675 y ss.

⁴⁵ Esta es la posición sostenida por el Informe Olivencia. Vé. también: PAZ-ARES, C., “El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa”, en AAVV, *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Madrid: McGraw Hill, 2002, vol. II, ps. 1807-1808.

⁴⁶ Esta es la posición contenida en los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y en el Informe Aldama.

comercial, crean –como lo reconoció Gierke hace más de un siglo– un ente diferenciado, con una actividad separada y propia en el mundo empresarial, frente a la cual los socios pasan a ser titulares de participaciones sociales, que les acuerdan beneficios económicos y derechos políticos. Una vez constituida, la sociedad entra en relaciones económicas con sus socios y con terceros, todos los cuales tienen el legítimo interés personal de hacer valer derechos de naturaleza económica frente a la sociedad.

La asignación de derechos políticos a los socios, a través de su actuación en los órganos sociales, no emana necesariamente del derecho de dominio de dichos socios sobre la sociedad, sino de la circunstancia de que son éstos quienes tienen el interés personal que se encuentra mejor alineado con el interés social. Cuando la sociedad crea valor y genera incrementos patrimoniales, los socios ven satisfecho su interés personal de percibir los beneficios económicos derivados del incremento producido. En el caso de la sociedad *in bonis*, los socios son los mejor capacitados para tomar estas decisiones sociales⁴⁷.

La defensa de este interés social alineado con la creación de valor para la sociedad ha determinado que se ponga muchas veces en crisis el derecho de los accionistas a la percepción de un dividendo. Es tradicional la cita del trabajo de Modigliani y Miller que, ya en la década del '50, sustentaron la tesis de que la política de endeudamiento resulta indiferente en cuanto al valor de la empresa⁴⁸, como corolario de la cual sostienen la irrelevancia de la política de dividendos en la creación de valor, tanto para la sociedad como para sus accionistas.

Esta tesis –que ha tenido, a lo largo de los años, numerosos seguidores en la escuela del análisis económico del derecho– parte de la idea de un mercado perfecto, profundo y transparente donde los accionistas tienen, en todo momento, la posibilidad de realizar el mayor valor de su participación accionaria a través de la negociación de la misma en un mercado formal. Este escenario dista mucho del que se plantea en nuestro país, donde el dividendo es, la mayoría de las veces, la única contrapartida económica del accionista por su participación en la sociedad y, como tal, condiciona el valor de la misma y su vocación de inversión.

Sin perjuicio de la búsqueda, en el marco del interés social, de este necesario equilibrio entre el derecho al dividendo del accionista y la maximización del valor de la sociedad, la cuestión de la determinación y distribución de la utilidad social se transforma, muchas veces, en un punto de choque entre los diferentes intereses individuales de los socios. En muchos casos, la decisión sobre distribución de dividendos puede llegar a transformarse además en un instrumento de abuso de las mayorías respecto de los accionistas minoritarios, buscando con una política restrictiva de distribución de utilidades impulsarlos a la venta de sus participaciones sociales por un precio vil⁴⁹.

Contemplando estos escenarios de abuso de derecho, provenientes tanto de la propia gestión de administración como del voto en las asambleas sociales, la ley ha buscado establecer mecanismos de protección, imponiendo la distribución preceptiva de parte de la utilidad o sancionando la omisión. Sin embargo, estos mecanismos objetivos y genéricos de protección parten, muchas veces, del error de pretender regular el funcionamiento del instituto desde la óptica de la patología del abuso, consagrando soluciones imperfectas.

⁴⁷ COASE, R.H., "The Nature of the Firm", *Economica*, vol. 4, N° 16 (1937), p. 386.

⁴⁸ MODIGLIANI, F. - MILLER, M., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, N° 3 (junio 1958), ps. 261-297.

⁴⁹ Vé. ALEGRÍA, H., "El abuso de mayoría y de minoría en las sociedades anónimas", AA.VV. *Abuso del Derecho*, Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 16, Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 1998, p. 319 y ss.

8. EL DIVIDENDO MÍNIMO OBLIGATORIO.

Algunas legislaciones han buscado superar el conflicto de opiniones y de intereses, en materia de distribución de utilidades y su contracara del autofinanciamiento societario, acudiendo a la figura del dividendo mínimo obligatorio.

La Ley brasileña de Sociedades por Acciones Nº 6.404 de 1976 (art. 202), con la modificación introducida por la Ley Nº 10.303 de 2001, consagra el derecho de los accionistas a recibir como dividendo obligatorio la mitad del lucro líquido del ejercicio, correspondiendo al estatuto regular el mismo, con un piso mínimo del 25% de las utilidades. La sociedad sólo puede resolver no distribuir este dividendo cuando sea incompatible con su situación financiera, debiendo volver a hacerlo cuando la situación financiera de la sociedad lo permita.

La Ley chilena de Sociedades Anónimas Nº 18.046 de 1981 (art. 79), por su parte, impone para las sociedades anónimas abiertas el pago de un dividendo mínimo obligatorio equivalente al 30% de la utilidad del ejercicio. La misma norma se aplica a las cerradas, salvo disposición estatutaria en contrario.

El Código de las Sociedades Comerciales portugués de 1986 (art. 294) dispone que, en las sociedades anónimas, salvo disposición contractual en contrario o resolución asamblearia tomada por $\frac{3}{4}$ de los votos, no puede dejar de distribuirse a los accionistas por lo menos la mitad de la utilidad del ejercicio.

El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital español de 2010 (Real Decreto Legislativo 1/2010), en texto dado por la reforma de 2011 dispone (art. 348bis) que, a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles.

En esta misma línea, nuestra ley societaria (art. 320) consagró la obligación de las sociedades anónimas al pago de un dividendo mínimo obligatorio, en dinero, equivalente al 20% de las utilidades netas de cada ejercicio, salvo resolución fundada de accionistas que representen un mínimo del 75% del capital social y opinión favorable de la sindicatura⁵⁰.

La solución de imponer el pago de un dividendo obligatorio, en cualquiera de las diferentes soluciones establecidas por los regímenes citados, plantea el problema de pretender predeterminedar, con carácter general y a través de un porcentaje objetivo, el complejo tema del derecho del accionista a obtener, en cada momento, la distribución de las utilidades sociales devengadas. Estas soluciones resultan riesgosas. Por un lado, crea el estímulo a considerar que todo el derecho al dividendo se circunscribe a la percepción del dividendo mínimo obligatorio, limitando a los accionistas este derecho cuando la sociedad se encuentra razonablemente en condiciones de realizar una distribución mayor. Por otro lado, sujeta a la sociedad a una innecesaria presión financiera –cuando no a la insolvencia- cuando la misma, a pesar de haber devengado utilidades, no está en condiciones de distribuir las mismas o requiere aplicar las mismas al autofinanciamiento.

⁵⁰ Vé. MILLER, A., "Relevancia del derecho al dividendo y dividendo mínimo obligatorio", AA.VV., *Ley de Sociedades Comerciales. Estudios a los 25 años de su vigencia* (Olivera García, dir.), Montevideo: La Ley, 2015, p. 317 y ss.

9. EL DILEMA DEL AUTOFINANCIAMIENTO.

El dilema del autofinanciamiento evoca el desafío homérico de navegar entre Escila y Caribdis.

Por un lado, el negocio social tiene por causa específica: la participación de los socios en las ganancias producidas por la actividad social. Si bien, en un mercado profundo y transparente pueda llegar a sostenerse la prescindencia de dicha distribución, ya que la participación en las ganancias se manifiesta en el incremento del valor de la empresa (tesis de Modigliani y Miller), esta no es la realidad de la inmensa mayoría de las sociedades comerciales ni de nuestros ámbitos de actuación societaria.

Por otro lado, existe muchas veces un legítimo imperativo de las sociedades comerciales de apelar a las propias ganancias como forma de financiar su operativa.

En este punto incide no solamente la apuesta de administradores y accionistas por la sustentabilidad de la sociedad, sino además el razonable interés de los acreedores y otros *stakeholders* en mantener estructuras societarias solventes, con activos que garanticen los compromisos asumidos. Una política de dividendos dispendiosa puede impulsar a la sociedad a la infracapitalización, cuando no a la insolvencia.

En nuestros mercados, los operadores económicos han revelado en la práctica la necesidad de acudir al autofinanciamiento. En mercados en los que el acceso al crédito u otras fuentes de financiamiento resulta difícil y caro, especialmente para las pequeñas y medianas empresas, el autofinanciamiento se transforma normalmente en la principal fuente de recursos a la que acuden las sociedades para financiar su operativa. Esto impone necesariamente considerar la política de dividendos con carácter residual frente a las políticas de inversión y financiamiento social.

En un estudio realizado por Ricardo Pascale⁵¹ sobre el financiamiento de la industria manufacturera en el período 1972-1976 llegaba a la conclusión de que, en las pequeñas empresas, el autofinanciamiento representa el 68,73% de los recursos utilizados; en las medianas el 37,61%; y en las grandes el 43,84%. Esta situación se mantuvo en el período 1977-1980⁵², representando dicho autofinanciamiento respectivamente el 62,26%, el 42,13% y el 47,74% del financiamiento de las pequeñas, medianas y grandes empresas uruguayas. En el período 1989-1991, el autofinanciamiento se redujo al 21%, siendo sustituido por una disminución de activos del 65%⁵³. En un estudio anterior, Pascale⁵⁴ llamaba la atención del bajo nivel de autofinanciamiento de las empresas uruguayas, comparado con la realidad europea, en la cual el mismo alcanzaba los siguientes niveles: Alemania – 78%; Francia – 64%; Italia – 46,6%; Países Bajos – 67%; y Bélgica – 75%.

⁵¹ PASCALE, R., *Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya (1972-1976)*, Montevideo: Banco Central del Uruguay, 1978.

⁵² PASCALE, R., *Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya (1977-1980)*, Montevideo: Banco Central del Uruguay, 1982.

⁵³ PASCALE, R., *Finanzas de las empresas uruguayas. Contribución a la investigación de sus elementos caracterizantes*, Montevideo: Banco Central del Uruguay, 1994, p. 84.

⁵⁴ PASCALE, R., *El financiamiento de las empresas y los mercados de dinero y de capital*, Montevideo: Universidad de la República, 1975, p. 24.

Estos valores de autofinanciamiento se recompusieron sustancialmente en los años sucesivos⁵⁵. Estudios realizados en los años 2004 y 2005 revelan que, en el caso de las grandes empresas, el mismo asciende al 45,4% y 45,7%, respectivamente⁵⁶.

De lo expuesto surge la incuestionable conclusión de que, en el sistema empresarial uruguayo, el autofinanciamiento de las sociedades comerciales representa una fuente esencial de los recursos financieros a los cuales acuden las empresas para financiar su operativa.

Por lo tanto, es importante encarar este difícil equilibrio entre ambos paradigmas (dividendo vs. autofinanciamiento), el que debe buscarse en la aplicación de los criterios de razonabilidad y prudencia que consagra la ley (art. 93) para la constitución de reservas voluntarias. Este criterio resulta extrapolable a cualquier forma de autofinanciamiento: mantenimiento de las ganancias como utilidades acumuladas, constitución de reservas, capitalización de utilidades (pago de dividendo en acciones), así como para la aplicación de los criterios contables (depreciaciones, provisiones y provisiones) que inciden en la determinación de la utilidad social.

Estos criterios de razonabilidad y prudencia deben ser aplicados atendiendo al interés social, entendido como el objetivo de creación de valor para la sociedad, en beneficio de socios y otros terceros vinculados. Como vimos, estas decisiones sociales en materia de financiamiento, provengan de los administradores o de los propios socios, son siempre decisiones de administración, alcanzadas por los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia que la ley impone, y sujetas a las responsabilidades correspondientes.

⁵⁵ Vé. MUNYO, I., *La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: evidencia del caso uruguayo*, trabajo monográfico. Montevideo, 2003.

⁵⁶ FRANCO, G. – LÓPEZ MARTÍNEZ, L. – MUÑOZ, G., “Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras uruguayas”, *Quantum*, vol. V, Nº 1, Montevideo, 2010, p. 18.