

**Creación de valor para el accionista, el riesgo
empresario y el régimen de remuneración del
director en la S.A.**

(Examen crítico al art. 261 de la LSC)



Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Creación de valor para el accionista, el riesgo empresarial y el régimen de remuneración del director en la S.A.

(Examen crítico al art. 261 de la LSC)

Por: Pablo Augusto VAN THIENEN

Comentario correspondiente a los encuentros de debate de jurisprudencia mercantil, laboral y tributaria que mensualmente se llevan a cabo en el **CEDEF Law & Finance**.

SUMARIO: I. Introducción. - II. El régimen de remuneración en la LSC: (A) En el Código de Comercio. (B) El régimen de la LSC.- III. Las funciones técnico administrativas y el director ejecutivo. - IV. Creación de valor para el accionista, interés social y el artículo 261 de la LSC. - V. El riesgo empresarial. - VI. El riesgo empresarial y el director accionista. - VII. El régimen de participación en las ganancias y el art. 71 de la LSC. - VIII. La remuneración fijada por el consejo de vigilancia. IX. La remuneración del director y la autonomía de la voluntad societaria.- X. Colofón.

"... hace ya mucho tiempo que los hechos no se corresponden con las palabras de la ley." (GARRIGUES, Joaquín)

I. Introducción

Me bastó recorrer la doctrina nacional que se ha ocupado del estudio del régimen de remuneración de directores, como así también los anales de jurisprudencia, para advertir con inquietante sorpresa que me enfrento a un tema árido que ofrece demasiadas dudas, muy pocas certezas y plagado de opiniones encontradas que, a mi modo de ver, son el resultado inevitable de una exagerada casuística normativa cuyos conceptos "funciones técnico administrativas", "comisiones especiales", "permanentes", "reducido o inexistencia de ganancias", "sueldo", etc., etc., no han hecho más que conducirme a un laberinto conceptual donde cada término, o párrafo del art. 261, dejan abiertas nuevas puertas para más dudas e interrogantes; a punto tal que la C.N.Com., sala B sostuvo a partir de la doctrina "*Riviere de Pietranera c. Riviere e Hijos S.A.*" que el director de una sociedad anónima debe asumir *el riesgo empresarial*¹. Esta jurisprudencia no es un ensayo aislado ya que ha sido fuertemente apuntalada con pronunciamientos posteriores poniendo en jaque el régimen de remuneración del director de la S.A.

Propongo al lector analizar este tema desde tres ángulos: (i) revisar el régimen de remuneración de directores y la debida protección del interés social, éste último, desde la perspectiva de la moderna noción de *creación de valor para el accionista*, (ii) analizar la doctrina del *riesgo empresarial* sentada en el fallo antes referido y, por último, (iii) reflexionar sobre el régimen de remuneración del art. 261 y el derecho del director a la participación en las ganancias prevista en el art. 71.

A partir de la doctrina "*Riviere*" se sugiere una salida de corte contractualista, si de esta forma podemos lograr alinear adecuadamente el interés particular del director con el interés social, sin que se me escape que la noción de *interés social* no ha sido, todavía, captada en su total dimensión por la doctrina².

A los efectos de este breve ensayo, parto del concepto de interés social como el interés común de todos los socios, sintetizado éste en la moderna noción de *creación de valor para los*

¹ Vid., LL, 1997-A-140

² Vid., "*El difícil contorno del interés social*". MOLINA SANDOVAL, CARLOS. ED,194-997.

accionistas; o sea, la obtención del máximo beneficio para la sociedad y la mayor obtención de dividendos para los accionistas.

El objetivo: Intentar demostrar, a partir de este concepto, que el art. 261 en su actual redacción lejos de proteger el interés social, alienta y promueve la destrucción de valor.

II. El régimen de remuneración en la LSC

(A) El Código de Comercio.

El art. 341 del Código de Comercio ordenaba : "*Las funciones de los directores y síndicos serán remuneradas si los estatutos no dispusieran lo contrario. Si la remuneración no estuviere determinada en los estatutos, será fijada por la asamblea general*". Está claro que nuestro Código se enrolaba respecto de este tema en una clara posición liberal dejando en manos de los accionistas la forma de fijar el mejor sistema de remuneración de los administradores sociales de acuerdo con los intereses acordados por la comunidad asociativa; sistema que, a mi modo de ver, nunca debió ser abandonado³.

Quienes ven en el art. 261 una norma de fuerte contenido *ético* poniendo coto a los abusos de las mayorías, temieron que aquel sistema liberal representara una amenaza al derecho al dividendo de los accionistas minoritarios. Lo cierto es que aún en nuestros días estas prácticas abusivas continúan y no abrigo certeza de que en los 30 años de vigencia de la LSC el art. 261 haya remediado este flagelo propio del modelo de sociedad anónima familiar cerrada⁴. El legislador creyó tener en sus manos el fatal antídoto, pero finalmente y, sin proponérselo, terminó creando un remedio peor que la enfermedad pues, subordinar el pago de honorarios, sueldos y otras remuneraciones que por todo concepto pueden percibir los directores de la sociedad anónima a la existencia de ganancias y, en su caso, a que se distribuyan dividendos, termina lesionando el propio interés social, tal como intentaré demostrar en los párrafos siguientes.

No hay duda que a la luz de la jurisprudencia hoy vigente y el texto del art. 261 nos encontramos nadando contra la corriente y en aguas muy turbulentas donde el puerto de destino para el intrépido navegante (el intérprete) aparece difuso, incierto y lejano.

(B) El régimen en la LSC

El art. 261 ordena de manera confusa lo siguiente: "*El estatuto podrá establecer la remuneración del directorio y del consejo de vigilancia; en su defecto, lo fijará la asamblea o el consejo de vigilancia, en su caso. El monto máximo de las retribuciones que por todo concepto pueden percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia, en su caso, incluidos sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico - administrativas de carácter permanente, no podrá exceder del 25% de las ganancias. Dicho monto máximo se limitará al 5% cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas, y se incrementará proporcionalmente a la distribución hasta alcanzar aquel límite cuando se reparta el total de las ganancias. A los fines de la aplicación de esta disposición, no se tendrá en cuenta la*

³ Ilustra este ejemplo el art. 19 de los estatutos sociales de "Sociedad Anónima, Fábrica Argentina de Alpargatas del año 1885 que expresamente disponía lo siguiente: "*El puesto de director será remunerado, correspondiendo a la asamblea general de accionistas, cada semestre, fijar dicha remuneración, la cual no podrá pasar en ningún caso del cinco por ciento de las utilidades líquidas del semestre*". El art. 38.5 expresaba que "*Corresponde a la asamblea de accionistas determinar la remuneración de cada director según la importancia de los trabajos que hayan realizado*". A no dudarlo, estas previsiones son mucho más estrictas que nuestro actual régimen del 261 pues los directores de esta sociedad sólo podrán percibir hasta el 5% de las ganancias líquidas y sin excepción de ningún tipo (!!).

⁴ No compartimos la opinión del Dr. Matta y Trejo quien sostiene que se está dando finalmente en la República Argentina la división entre propiedad y control citando a este efecto la obra de Adolf A. Berle Jr. "Power Without Property". Vid., "*La remuneración de los directores de Sociedades Anónimas. Necesidad de un replanteo normativo y doctrinario*". Rev. El Derecho. 3.09.02. En nuestra opinión esa división apenas puede vislumbrarse en contados casos.

reducción en la distribución de dividendos resultante de deducir las retribuciones del directorio y del consejo de vigilancia. Cuando el ejercicio de comisiones especiales o de funciones técnico administrativas por parte de uno o más directores frente a lo reducido o la inexistencia de ganancias imponga la necesidad de exceder los límites prefijados, sólo podrán hacerse efectivas tales remuneraciones en exceso si fuesen expresamente acordadas por la asamblea de accionistas, a cuyo efecto deberá incluirse el asunto como uno de los puntos del orden del día."

Si bien el 1º párrafo del art. 261 comulga con el espíritu del viejo art. 341 del Código de Comercio; o sea plena autonomía de la voluntad para fijar el sistema de remuneración, los siguientes párrafos no han logrado el objetivo buscado.

A partir del fallo "Riviere" la jurisprudencia muestra un profundo cambio de rumbo cuyo resultado final será, o la derogación de la norma cuestionada, o la necesidad de que las partes encuentren por vía de la autonomía contractual un derrotero común que los conduzca hacia mayores certezas y certidumbres pues, teniendo en cuenta que la misión final del Derecho no es potenciar los conflictos, sino minimizarlos; siento que nuestro Derecho en este particular tema, no está sirviendo a la partes administradas como instrumento eficiente para moderar esos conflictos; y como nos enseña CARNELUTTI, "*el elemento económico del Derecho es el conflicto de intereses y donde éste no existe no hay razones para el Derecho*".

III.

Las funciones técnico administrativas y el director ejecutivo

Me concentraré aquí en las funciones técnico - administrativas mencionadas en el 2º y 4º párrafo del art. 261 pues, mientras el 2º párrafo califica a éstas como *permanentes*, el párrafo 4º omite tal calificación. Surge así la primera confusión normativa que llevó a la doctrina patria a posturas interpretativas francamente encontradas. Mientras una corriente representada por los profesores NISSEN, GAGLIARDO y SASSOT BETES - SASOT postulan la interpretación restrictiva en el sentido de que las funciones técnico - administrativas mencionadas en el párrafo 4º son no permanentes; OTAEGUI, MATTA Y TREJO, RICHARD, VERÓN, HALPERÍN, ZALDÍVAR, MARTORELL, MORANDO y MENEGAZO CANE participan de la interpretación amplia con el argumento de que el 4º párrafo no hace distinción alguna.

MATTA Y TREJO nos dice con lógica jurídica y sentido común, "*es irrazonable sostener que el cuarto párrafo del art. 261 no prevé excepción para el director técnico con funciones ejecutivas de carácter permanente y sí lo hace respecto de quien cumple funciones transitorias. Es obvio que en el párrafo 4º el legislador estimó reiterativo volver a mencionar la palabra "permanente", pues era notorio que al mencionar las comisiones especiales que como su nombre lo indica son transitorias, resultaba redundante volver a insertar la palabra "permanente" para calificar a las funciones técnico - administrativas*"⁵.

En igual sentido el profesor OTAEGUI nos enseña que "*no hay contradicción en interpretar que el párrafo 4º se refiere tanto a las funciones permanentes como a las transitorias, pues el párrafo 2º pone un tope a todas las retribuciones y entre ellas a las funciones permanentes y transitorias mientras que el párrafo 4º exceptúa bajo ciertas condiciones de tal tope a las comisiones especiales y a la funciones técnico administrativas sin ceñirse a las permanentes*"⁶.

MORANDO con una postura similar a la de MATTA Y TREJO sostiene que "*no parece razonable que el régimen legal autorice el límite establecido cuando se trata de actividades transitorias, pero excluya a las mismas cuando tienen carácter permanente*"⁷.

⁵ Vid., ob. cit nota 1. Pag., 5

⁶ Vid., OTAEGUI, JULIO. "*Algunas cuestiones sobre la retribución de los directores*" Nota al fallo de la C.N.Com., sala E "*Ramos, Mabel c. Editorial Atlántida S.A.*". ED, 181-123.

⁷ Vid., MORANDO, ENRIQUE. "*El directorio: las características temporales de algunas funciones como límite a su retribución*". Nota al fallo de la C.N.Com., sala D "*Dristel S.A. c. Nougués Hnos S.A.*" Rev. El Derecho 11.04.2002.

SASOT BETES - SASOT, que participa de la tesis restrictiva, expresa que "el directorio cumple todas aquellas funciones que hacen a la vida misma de la empresa en los altos niveles jurídicos, económicos, financieros, de representación y de decisión y que, en conjunto, son funciones permanentes que debe cumplir, o velar por su cumplimiento, los integrantes del directorio. Trasladando estas consideraciones a la expresión "funciones permanentes", serán tales todas aquellas funciones que, ya sea por impero de la ley o de los estatutos, representan obligaciones a cumplirse necesariamente por los directores, para las cuales la LSC ha previsto la remuneración fijada en el art. 261 y que en ningún caso podrá ser superior al 25% de las ganancias del ejercicio, lo que permite afirmar que para estas "funciones permanentes" si no hay ganancias no hay posibilidad de remuneración. El hecho de que el legislador hay tratado conjuntamente las comisiones "especiales" y las funciones técnico administrativas (no permanentes), permite afirmar que se trata, para estas últimas, también de funciones especiales, o sea, no permanentes, sino meramente circunstanciales. En consecuencia, sólo para las funciones especiales cabe aplicar el 4º párrafo del art. 261 de la LSC, o sea, que la asamblea autorice frente a lo reducido o la inexistencia de ganancias, un pago especial para quienes lo realizaron"⁸.

Vale la pena destacar que la tesis amplia fue avalada por la C.N.Com., sala A en autos "Zubía, Emeterio c. Forjargo S.A."⁹ y la sala B en autos "Martín Luis c. Estudio de Arquitectura Fernández Llanos S.A."¹⁰. En ambos casos los directores societarios desempeñaban funciones gerenciales (*full time*). Empero, a partir del caso "Rivière" (que confirma el fallo de primera instancia) se produce un punto de inflexión abandonándose aquella interpretación, consolidándose de esta forma una jurisprudencia opuesta a la tesis apoyada por la mayoría de nuestra más conspicua doctrina, y contraria a la tendencia marcada por la legislación comparada en esta materia¹¹. ¿Qué pasará con la remuneración del director ejecutivo a partir de ahora?

A mi modo de interpretar este fallo, la doctrina "Rivière" deja ver entre líneas la siguiente idea fuerza: *Las funciones técnico administrativas de carácter permanente deben ser ejecutadas por la línea gerencial (empleados en relación de dependencia) y no por la dirección*. Sin embargo, no puedo dejar de recordar que la propia LSC previó la figura del director delegado o ejecutivo (arg., art. 274) y la del director gerente (art. 270). Por lo tanto, no parece del todo cierto que aquellas tareas deban necesariamente ser ejecutadas por los gerentes empleados¹². Este punto fue tratado por MATTA Y TREJO¹³.

IV. Creación de valor para el accionista, interés social y el artículo 261 de la LSC

Confieso que una lectura rápida y poco reflexiva del art. 261 me lleva a la seductora conclusión de que efectivamente esta norma tutela el interés social subordinando el pago de los honorarios a la existencia de ganancias y, en alguna medida, a la efectiva distribución de dividendos. Sin embargo, cuando observo otros sistemas comparados como el de España, Portugal, Italia, Francia, Inglaterra, EE.UU y; otros más cercanos a nosotros, como Chile, Brasil

⁸ Vid., SASOT BETES y SASOT. "Sociedad anónimas. El órgano de administración". Ed., Ábaco de Rodolfo Depalma. Bs. As., pag. 273.

⁹ Vid., LL, 1982 -A-457

¹⁰ Vid., ED, 109-225

¹¹ Vid., al respecto los fallos de la sala E y D en autos "Ramos, Mabel c. Editorial Atlántida S.A." ED, 181-120 y "Dristel S.A. c. Nougués Hnos S.A." Rev. ED, 11.04.2002.

¹² "Cabe definir a las funciones técnicas o a las administrativas previstas en el art. 261 de la LSC como aquellas que, excediendo las tareas propias de la dirección general de una sociedad anónima, resultan más propias del ámbito del gerenciamiento". Vid., fallo "Rivière".

¹³ Vid., ob. cit., pag. 3.

y Méjico concluyo con asombro, que tal subordinación no se presenta¹⁴, y permítame el lector una duda, ¿es que el interés social no les ... interesa? Francamente no me atrevo a afirmar que en dichos ordenamientos comparados la protección del interés social sea materia olvidada¹⁵ o carente de protección jurisdiccional¹⁶.

Cierta corriente de opinión suele afirmar que la fórmula remunerativa del art. 261 tiene por misión alinear el interés individual y *egoísta* de los administradores con el interés común de todos los socios, ya que sujetando el pago de honorarios a la generación de ganancias se estimularía al director a actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios (art. 59). Se sostiene en apoyo a esta tesis que cuánto mayores sean las ganancias, más honorarios podrá percibir el director. ¡Nada más alejado de la realidad de los negocios!

A poco que transito por los laberintos del complejo art. 261 observo lo siguiente: si los socios resuelven no distribuir las ganancias del ejercicio adoptando una política de reservas (art. 70), el director que cumple funciones ejecutivas sólo tendrá asegurado, como máximo, el 5% de esas ganancias, ... y por un simple capricho del legislador. O sea, mientras los socios se ven beneficiados por el aumento del valor de libro de sus acciones o, si se quiere, de cotización, nuestro administrador leal y diligente verá compensada su función directiva con el tope de hasta el 5% de las ganancias, sin que pueda afirmarse que ese porcentaje compense de manera justa y equitativa la labor de este director pues, obvio es decirlo, ello dependerá de la magnitud de las ganancias.

Incluso podemos llegar al extremo de que sea el propio órgano administrador quien recomendando a la asamblea de accionistas implementar una política austera de dividendos (situación no ajena a la realidad de nuestras empresas frente a la necesidad de llevar a cabo políticas de autofinanciación por las altas tasas de interés que debe abonar para obtener recursos financieros externos) se encuentra en un callejón sin salidas, ya que, frente al mandato legal de obrar con lealtad y diligencia aquel quedará obligado a someter su interés personal al interés social. Pero el extremo de obrar con la diligencia de un buen hombre de negocios no debe llevarnos a la errónea conclusión de que el director de una anónima se convierta en una suerte de *monje franciscano* con votos de pobreza.

¹⁴ A excepción del caso de Uruguay donde la ley 16.060 en su art. 385 contiene una disposición similar a nuestro art. 261 pero con ciertos matices que muestran un claro distanciamiento respecto de nuestro modelo. "El estatuto podrá establecer la remuneración del administrador o de los directores. En su defecto lo fijará la asamblea anualmente. En ningún caso el monto máximo de las remuneraciones que como tales podrá percibir el administrador o los directores en conjunto, **excluidos** sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico administrativas de carácter permanente podrá exceder del 10% de las ganancias en el primer caso y del 25% de las ganancias en el segundo ...".

¹⁵ Resulta muy ilustrativa la sentencia del Tribunal Territorial de Barcelona de fecha 21 de octubre de 1988 sosteniendo que "La ley no entra en lo que una sociedad debe pagar a sus administradores, por lo que la protección de los accionistas (...) habrá de apoyarse en nociones genéricas de abuso de derecho, acuerdos contrarios al interés social en beneficio de uno o varios socios, o nulidad por pacto leonino, utilizando para ello la acción correspondiente y en procedimiento adecuado ...". Vid., TUQUETES TRIAS DE BES, FRANCISCO. "La remuneración de los administradores en las sociedades mercantiles de capital". Estudios de Derecho Mercantil. Ed., Cívitas. Madrid 1998., pag. 163. Vale la pena recordar que el art. 130 de la ley de sociedades anónimas española admite una total libertad estatutaria no sólo para elegir el sistema de remuneración de los administradores sociales, sino además que, esa libertad alcanza a la fijación de la cuantía.

¹⁶ En una sentencia del Supremo Tribunal español de fecha 1 de julio de 1963 en el caso "Faro de Vigo S.A.", entre otros antecedentes, se condenó a la sociedad demandada a tener por nulos y sin ningún valor ni efecto los acuerdos tomados en la junta general extraordinaria en la que modificando los estatutos sociales se destinaron el 10% de los beneficios sociales a remunerar a un director delegado y al gerente. Tales remuneraciones representaban en este caso el 33% de los beneficios lo que el Tribunal consideró lesivo a los intereses sociales y al de los accionistas minoritarios en beneficio de los socios mayoritarios quienes, abusando de su fuerza numérica y de capital absorben los puestos directivos para asignarse pingües emolumentos con cargo a los beneficios sociales ...". Fallo citado por TUSQUET TRÍAS DE BES, FRANCISCO. Ob.cit., pag. 157.

NISSEN afirma que los honorarios de los directores no son la contrapartida de la función cumplida sino, el resultado de la gestión¹⁷. En igual sentido se pronuncian SASOT BETES - SASOT¹⁸ con apoyo, ahora, de la doctrina "Rivière". En oportunidad de emitir su voto la Dra. Díaz Cordero sostuvo: "*no desconozco que esto puede traer serias consecuencias al director de una sociedad anónima que no obtenga ganancias, pero, insisto, ese "riesgo" fue voluntariamente asumido por el director que acepta el cargo*". Sin embargo, a mi parecer, el riesgo no lo corre únicamente el director sino, la propia sociedad, y me atrevo a decir el propio sistema pues, tarde o temprano, de perdurar esta tesis, las sociedades anónimas se quedarán sin directores profesionales, lesionándose así el propio interés social.

He aquí la primer cuestión: ¿protege el *interés social* que el director asuma el *riesgo empresario*? Adelanto mi respuesta en sentido negativo. Para responder este interrogante, que será abordado en el punto siguiente, analizaré dos cuestiones previas: 1) la naturaleza de la obligación asumida por el director, y 2) la naturaleza de la función o misión social del director. Ambas cuestiones están íntimamente relacionadas entre sí, razón por la cual, serán tratadas conjuntamente.

Opino que la obligación del director no encaja dentro de las llamadas obligaciones de resultado¹⁹. Cumpliendo el director de manera leal con sus funciones y obrando aquel con la diligencia de un buen hombre de negocios (de acuerdo con el estándar fijado por el art. 59) su única misión consiste en llevar a cabo decisiones de política empresaria, financiera o comercial conducentes al interés social, o sea destinadas a "*crear valor para a los accionistas*". Siendo esto así, no veo cómo se puede remunerar al director en función del resultado cuando su obligación es esencialmente de medio, aún cuando partamos de la teoría del órgano, hoy en franco retroceso.

A esta altura no me pasa inadvertido que aún obrando el director con lealtad y con diligencia, la de un buen hombre de negocios, la actividad empresaria no genere ganancias durante uno o más ejercicios, por factores ajenos a dicha actividad, y no creo necesario ahondar aquí en ejemplos para darnos cuenta que ésta es una realidad que golpea de forma cotidiana al *management* nacional.

¿Qué significa *crear valor*?

Este concepto no ha sido abordado, todavía, por nuestra doctrina; sin embargo fue tímidamente mencionado dentro de los considerandos del decreto 677/01 para las sociedades que operan dentro del ámbito de la oferta pública de valores negociables²⁰. No es propósito de este ensayo dar una definición de este concepto sino tan solo explicar sus principales características y sus efectos; sin dejar de poner en relieve que la noción de "*crear valor*" para los dueños no es patrimonio exclusivo de las sociedades que recurren al ahorro público; sino que también es una noción que se extiende - como principio rector - a las sociedades cerradas o de familia.²¹

¹⁷ Vid., NISSEN, RICARDO. "*Ley de sociedades comerciales ...*" Bs. As. 1983., pag. 641.

¹⁸ Vid., SASOT BETES Y SASOT. "Ob. cit pag. 262

¹⁹ "*El administrador, en definitiva, debe actuar de forma competente en el desempeño de su función, sin que necesariamente ello comporte el éxito económico en la gestión, puesto que, como es bien sabido, la obligación de administrar no es de las llamadas de resultado*". Conforme lo sostienen GARRETA SUCH, JOSE. "*La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores*". Ed., Madrid, 1996; POLO SANCHEZ, EDUARDO. "*Los administradores y el consejos de administración en la sociedad anónima*". Ed., Madrid, 1992., SANCHEZ CALERO, FERNANDO. "*Administradores. Comentarios a la ley de sociedades anónimas*". Ed., Madrid, 1994. Citados por TOUSQUETS TRIAS DE BES. Ob. cit., pag.,44. Estos autores se enrolan en la teoría contractualista, superadora de la teoría del órgano.

²⁰ En efecto el decreto 677/01 expresa en sus considerandos que "*los deberes de lealtad y diligencia que deben tener los participantes en el mercado, son también de especial tratamiento en este acto, reafirmandose como principio rector de la actuación de los administradores de los emisores, el interés social, precisado expresamente como el interés de todos los socios, lo cual incluye en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la noción que en otros derechos y en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de creación de valor para los accionistas*".

²¹ Vid., RAPPAPORT, ALFRED. "*Creating Shareholder Value: A Guide For Managers and Directors*". Ed., Deusto S.A. Bilbao. 1998.

La idea de que la responsabilidad primaria de la dirección consiste en aumentar el valor para los accionistas se ha convertido en el patrón mundial para medir la rentabilidad de las empresas y ha logrado una aceptación generalizada en los Estados Unidos de Norteamérica, Europa Continental, Reino Unido, Australia y Japón. Es por esta razón universal que considero oportuno dedicarle algunos párrafos a este trillado concepto, ajeno a nuestro vocabulario común.

Adelanto que la noción de protección del interés social entendido como la creación de valor para los accionistas cuenta en el régimen de remuneración de directores del art. 261 su principal escollo.

De manera muy sintética diré que la creación de valor no es un mero concepto sino que se enmarca dentro de la propia dinámica empresaria como un proceso donde el valor de la sociedad se edifica (o se destruye) a partir de las decisiones de política empresaria que adopta el directorio como órgano responsable de conducir los destinos de la sociedad; o sea, al éxito o al rotundo fracaso.

El proceso de crear valor se centra en dos decisiones básicas: las llamadas *decisiones de inversión* (que representan el lado izquierdo del balance o sea el activo) y en las *decisiones de financiamiento* (representadas en el lado derecho o sea el pasivo). Cuando el directorio lleva a cabo decisiones de este tipo - que son las vinculadas a la gestión social - aquel debe procurar que el coste del financiamiento sea inferior al de la inversión. Dicho en buen romance: la renta que generen los activos sociales debe ser superior a la tasa de interés que debe pagar la sociedad por el recurso financiero aplicado a generar esa renta. Sólo cumpliendo con estos parámetros de eficiencia empresaria se puede afirmar que el director está obrando con la diligencia de un buen hombre de negocios (estándar del art. 59) administrando celosamente los activos sociales y generando, por lo tanto, valor para los accionistas. La síntesis de este proceso es que la diferencia entre la renta obtenida y el costo del capital representará la ganancia distribuable entre los socios o, también, la suma a ser nuevamente reinvertida. Hasta aquí, una noción contable y simple de lo que se puede entenderse por creación de valor para los accionistas.

Ahora bien, decidir distribuir los beneficios (arts. 68 y 224) o reinvertirlos en la sociedad mediante la formación de reservas (art. 70) son decisiones que encajan claramente dentro de esas decisiones de inversión o financiamiento que mencioné arriba y que están directamente orientadas a la *creación de valor*; o sea, destinadas a proteger el interés social. Aquí el lector me permitirá una aclaración: No siempre el pago de dividendos implica crear valor para los accionistas; como tampoco se me olvida que la permanente formación de reservas lo sea, sin que por ello considere a la política empresaria de permanente formación de reservas una "*herejía*" en el sentir del Dr. Alberti en su recordado fallo "*Mihura, Luis c. Mandataria Rural S.A.*".

Lo cierto es que desde un punto de vista estrictamente financiero el capital social como recurso propio destinado a financiar parte de los activos sociales forma parte del costo del capital de la sociedad que, sumado a los recursos exigibles (vrg., acreedores financieros, proveedores, etc.) integran el *Costo Promedio Ponderado del Capital* (CPPC) que dará como resultado el *ratio* = Deuda / Capital, o sea, la estructura de financiamiento social. Para que la administración pueda crear valor; o sea, obrar conforme al interés social, es vital que dicho CPPC sea inferior a la renta generada por el conjunto de los activos sociales. Si el CPPC es superior a esa renta esperada nos enfrentamos a un supuesto de destrucción de valor y por lo tanto a un caso de administración negligente.

Me resta aclarar que desde el lado de la sociedad el dividendo representa un costo financiero mientras que desde la perspectiva del accionista aquel, la renta del capital invertido²². Aquí el lector me permitirá una segunda aclaración: No siempre la expectativa a ese dividendo o la llamada finalidad de lucro de la sociedad anónima es la causa fuente del contrato de sociedad pues, los motivos por el cual una persona decide adquirir la calidad de socio entran dentro de la

²² Conforme SASOT BETES Y SASOT. Vid., "*Sociedad anónima. Los dividendos*". Ed., Ábaco de Rodolfo de Palma. Bs. As. 1985., pag. 4.

esfera subjetiva pudiendo encontrarse esa causa en múltiples otros motivos que pueden compartir, o incluso, desconocer esa expectativa²³.

Retomando, siendo el capital social parte de los recursos propios necesarios y coadyuvantes para la creación de valor (junto con las reservas libres y estatutarias, los aportes irrevocables y la reserva especial por prima por emisión); y el dividendo el precio (costo) que debe soportar la sociedad para captar dicho aporte, una prudente administración debería aconsejar pagar dividendos a los accionistas sólo cuando el coste de abonarlos sea inferior al del endeudamiento. De lo contrario, y teniendo en cuenta que la tendencia natural de los mortales es minimizar al máximo el riesgo de nuestras inversiones obteniendo el mayor beneficio, si la renta del capital (los dividendos) es inferior a la renta de los pasivos exigibles (la deuda) serán los propios accionistas quienes optarán por prestarle a la sociedad en vez de seguir agravando su *riesgo empresario*; salvo que la ganancia del socio sea por una renta de capital, situación que se presenta en aquellas sociedades cuyas acciones poseen un mercado secundario.

Al invertir el accionista fondos en una sociedad bajo la forma jurídica de capital y por el propio régimen legal de este instituto, aquel verá condicionado el retorno de su inversión al previo pago de todos los créditos quirografarios, privilegiados e incluso subordinados. No descuido entonces que, debido a ese *riesgo empresario* sea el accionista quien exija del negocio el mayor retorno. El principio financiero de que a un mayor riesgo le corresponde una mayor renta no puede ser desconocido por el Derecho²⁴.

Una administración eficiente conlleva a que los activos generen beneficios suficientes que le permitan a la sociedad pagar a los suministradores de fondos la renta esperada por cada uno de ellos (vrg., los accionistas y los acreedores). Por esta elemental razón, en las economías con altas tasas de interés las sociedades deciden llevar a cabo políticas de autofinanciamiento o fortalecimiento patrimonial mediante la permanente formación de reservas (art. 70) o, en su caso, pagando dividendos con acciones liberadas protegiendo de esta forma su liquidez (art. 189). En cambio, en aquellas economías donde el costo del financiamiento es razonable suele ser también razonable (y además muy prudente) endeudarse.

Entonces es misión principal de los administradores sociales encontrar ese equilibrio que les permita asegurar que la suma del costo de los recursos (propios y exigibles) sea siempre inferior a la renta esperada de los activos. Cuando este objetivo es alcanzado los administradores habrán *creado valor para los accionistas* y, por lo tanto, actuado en interés común de todos los socios. Pero, como sabemos, no sólo se crea valor bajo estas premisas pues, hay decisiones de inversión y financiamiento de mediano y largo plazo que sin generar ganancias hoy igual crean valor.

No se nos puede pasar por alto que el directorio de una S.A. podría estar tomando decisiones de política empresarial, comercial o financiera de corto, mediano y largo plazo que impliquen creación de valor para los accionistas, pero con ganancias reducidas o inexistentes durante uno o más ejercicios (p.ej., la compra de una marca, de una licencia, una fusión, la adquisición de una sociedad, la apertura de una sucursal, la inversión en tecnología, etc.). En este caso nuestro director leal y diligente verá esfumada su justa compensación por un exagerado proteccionismo legal al "... derecho al dividendo ...". Podría incluso darse la paradoja de que el director decida crear valor aconsejando una política de dividendos restrictiva y conservadora encontrándose aquel en similar situación.

Llama la atención que fuera la propia Comisión Nacional de Valores la que haya creado semejante *máquina destructora* puesto que las Normas de este organismo fueron las tenidas en cuenta por nuestro legislador para la redacción del confuso y autocontradictorio art. 261²⁵. La gravedad es aún mayúscula cuando es precisamente en el mercado de capitales donde el concepto de creación de valor para los accionistas adquiere su máxima plenitud y donde,

²³ El fin de lucro como causa fuente del contrato social es materia hoy controvertida en doctrina comparada. Vid., MENENDEZ MENENDEZ, AURELIO. "Sociedad anónima y fin de lucro" en Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima, Madrid, 1995., Ed., Cívitas, S.A., pag., 40 y sgtes.

²⁴ Similar criterio sostiene MATTA Y TREJO. Vid., "Reflexiones en torno al derecho de información en la sociedad anónima moderna". LL, 1996-E-1207.

²⁵ Vid., MENEGAZO CANÉ, MIGUEL. "Retribución de directores de sociedad anónima". ED, 62-653.

incluso, los planes de remuneración a directores basados en opciones sobre acciones también están sujetas a las limitaciones del art. 261, tema éste que merecerá otro comentario.

La tesis de que el director (a secas) debe asumir el *riesgo empresario* no sólo contradice la tendencia de las más modernas legislaciones comparadas en esta materia, sino que además, excede con creces la contraprestación básica exigida por la LSC al administrador societario; o sea, el deber de obrar con lealtad y diligencia. Si el director viola este mandato legal se le imputará responsabilidad directa y solidaria; por lo tanto, este riesgo debe ser el único que el director debe asumir, y no, el riesgo empresario como lo sostiene la doctrina "*Rivière*" confirmada posteriormente por la doctrina de los fallos "*Ramos Mabel c. Editorial Atlántida S.A.*" y "*Dristel S.A. c. Nougués Hnos S.A.*".

A esta altura no dudo que nos enfrentamos a un claro conflicto de interés: por un lado el interés *egoísta* de los accionistas a percibir la justa retribución del capital invertido, y por otro, el interés *egoísta* de los administradores a ser justamente compensados por esa creación de valor pues, así como los socios intentarán sustraer la máxima fortuna de la sociedad, no es menos cierto que los directores buscarán obtener la mayor renta por los servicios prestados²⁶.

ALFRED RAPPAPORT, mayor exponente del estudio sobre creación de valor para los accionistas nos enseña que hay una serie de factores que inducen a la dirección a actuar en función de los mejores intereses de los socios. Estos factores se derivan de la premisa fundamental de que cuanto mayores sean las consecuencias desfavorables previstas para el directivo que reduzca la riqueza de los accionistas, tanto menos probable es que éste actúe en su propio interés. Señala este autor que uno de esos factores es vincular la remuneración al comportamiento del rendimiento para los accionistas²⁷. Traducido con otras palabras: ***sujetar la remuneración de directores a la creación de valor***, y no, a la existencia de ganancias o a la distribución de dividendos.

Ponderando el art. 261 con la doctrina del caso "*Rivière*" puedo afirmar que nos enfrentamos al siguiente dilema: El director de una S.A. nacional que obra con lealtad y diligencia cumpliendo funciones técnico administrativas de carácter permanente (o transitorias) realizando actos de gestión social persiguiendo una sana política empresaria de creación de valor con miras a proteger el interés social asume, paradójicamente, un **riesgo mucho mayor** que el del propio accionista, ya que, mientras éstos se benefician gracias al profesionalismo, talento y habilidad del director, la suerte de la renta de quien fuera el factor principal de esos beneficios está condicionada no sólo a la existencia de ganancias sino, además, a la distribución de dividendos.

Por los motivos expuestos entiendo que el art. 261, en su actual redacción, no tutela adecuadamente el interés social, sino lo que es más grave, alienta la destrucción de valor; pues, si partimos del interés individual y egoísta (natural en los mortales) el director de nuestra S.A. estará por un lado alentado, motivado e impulsado al pago de dividendos, y por favor, ... la máxima cantidad posible !!!; y por otro, desalentado y desmotivado a ocupar el cargo por el riesgo empresario que debe asumir. Así las cosas, socios y directores estarán satisfechos cada uno con su propio interés sin advertir estos últimos que el director de nuestro ejemplo obró de manera desleal y no diligente, pero, y digámoslo con todas la letras, de una manera bien humana aunque, poco ... franciscana.

²⁶ En este sentido la llamada Teoría de la Agencia ofrece un aporte muy interesante. Según esta teoría, las empresas actúan en un mercado en competencia y para poder sobrevivir en él deben ser eficientes. Esa eficiencia se mide por la diferencia entre los beneficios y los costes. Estos costes son los que surgen del conjunto de relaciones contractuales que configuran la empresa (accionistas, empleados, proveedores, directores, gerentes, etc.) que al pretender cada uno de ellos sus máximos beneficios se encuentran en una situación de permanente conflicto de interés. Estos costes son los denominados *costes de agencia*. Una forma de minimizar el conflicto entre el interés de los directores y el de los accionistas consiste en alinear los intereses de los primeros con los de los accionistas mediante un sistema de remuneración que compense a los directores por maximizar el valor de la sociedad. Vid., al respecto COASE, RONALD. "*The Nature of the Firm*". Ed., Económica. Madrid, 1980., pag. 386 a 405; POSNER, RICHARD. "*Economic Analysis of Law*"; Ed., Boston, Toronto., 1993. Citados por VILLEGAS, CARLOS y MARCELO en "*Aspectos legales de las finanzas corporativas*". Ed., Dickinson. 2001., pag. 244.

²⁷ RAPPAPORT, ALFRED. Ob. cit., pag. 22.

V. El riesgo empresario

MATTA Y TREJO, quien critica fuertemente la doctrina del caso "Riviere" niega que el director profesional o ejecutivo asuma el riesgo empresario; sin embargo admite como excepción que dicho riesgo sea asumido por el *director de asiento* ²⁸. A mi modo de ver ni el director ejecutivo, ni el director de asiento, deben asumir semejante riesgo.

Si nos tomamos el trabajo de analizar el régimen de remuneración de directores en otras latitudes observaremos que esa diferencia entre director ejecutivo y de asiento no prospera. Cabe traer como ejemplo el caso de Francia donde los directores tienen derecho a ser remunerados mediante dietas de asistencia a las reuniones de directorio bajo la forma de remuneraciones fijas ("*jetons de présence*") ²⁹. También resulta ilustrativo el criterio adoptado por el derecho brasileño donde la remuneración del director se fija en función de las tareas realizadas, responsabilidades asumidas, tiempo dedicado a sus funciones, competencia y reputación profesional sin distinguir entre director de asiento o no ³⁰. En el caso de Portugal la remuneración se fija en función de las tareas realizadas debiendo tenerse en cuenta a este efecto la situación económica de la empresa ³¹; tampoco aquí encuentro esa distinción. El ejemplo más liberal lo encuentro en los Estados Unidos de Norteamérica y en la *Companies Act* de Inglaterra donde nada se dice sobre remuneración de directores.

El Código Civil italiano establece que "*las remuneraciones y participaciones en los beneficios correspondiente a los miembros del consejo de administración y del comité ejecutivo serán establecidos por el acto constitutivo o por la asamblea. La remuneración de los administradores investido de particulares cargos, de conformidad con el acto constitutivo, serán fijadas por el consejo de administración, oído el parecer del colegio sindical*". Vemos cómo en este sistema la remuneración de los directores investidos de particulares cargos (vrg., gerentes o el director delegado) es fijada por el directorio, sin necesidad de pasar por la asamblea, ni mucho menos fijando topes en función de las ganancias o de los dividendos distribuidos ³².

La ley de sociedades española dispone que "*la retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos. Cuando consista en una participación en las ganancias, sólo podrá ser detraída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido*". Aquí vemos cómo las remuneraciones fijas o variables puede corresponder tanto a uno como a otros ³³.

Méjico ofrece un caso muy interesante pues la ley de sociedades anónima de ese país sólo exige que la remuneración del directorio sea aprobada por la asamblea de accionistas dejando abierto un amplio margen de maniobra a la autonomía de la voluntad societaria ³⁴. El sistema chileno también presenta particularidades interesantes pues dispone que "*los estatutos deberán determinar si los directores serán o no remunerados por sus funciones y en caso de serlo, la cuantía de las remuneraciones será fijada anualmente por la junta ordinaria de accionistas*" ³⁵. Vemos cómo en este caso tampoco la ley ofrece distinción alguna.

²⁸ Vid., "*La remuneración de los directores de sociedades anónimas ...*" Rev. ED, 3.09.2002.

²⁹ Vid., art. 108 de la ley de sociedades anónimas francesa 66-537 del 24 de julio de 1966.

³⁰ Vid., art. 152 ley de sociedades anónimas del Brasil 6404. Idéntico criterio adopta nuestra Comisión Nacional de Valores. Vid., al respecto Normas de la C.N.V. Capítulo III, art. 2 (d) sobre definición de "retribución adecuada".

³¹ Vid., art. 399 del Código des Sociedades Comerciais.

³² Vid., art. 2389 del *Codice Civile*.

³³ Vid., art. 130 de la ley de sociedades anónimas española.

³⁴ Vid., art. 181 de la ley de sociedades anónimas mejicana.

³⁵ Vid., art. 33 de la ley de sociedades anónimas chilena.

Sólo en el caso español y brasileño se exige el pago de un dividendo mínimo a los accionistas cuando la sociedad remunera al administrador mediante el sistema de participación en las ganancias. Similar criterio adopta la ley de sociedades uruguaya.

Lo más llamativo es que en ninguno de los sistemas mencionados se fijan topes a las remuneraciones de los directores ya sea ésta fija o variable.

Frente a la irrefutable y contundente realidad que nos muestra el derecho comparado no queda otra salida que concluir que el director (sea éste de asiento o ejecutivo) nunca debe asumir el riesgo empresario como lo ha pretendido la C.N.Com, sala B en el caso "*Riviere*".

Incluso, si leemos detenidamente nuestro art. 71 de la LSC podemos afirmar que ese riesgo es sólo exclusivo del accionista sin que pueda serle extendido por analogía al administrador societario. Esta norma dispone expresamente que "*cuando los directores (...) sean remunerados con un porcentaje de ganancias, la asamblea podrá disponer en cada caso su pago aún cuando no se cubran pérdidas anteriores*". Frente a este claro dispositivo nuestro legislador excluyó dicho riesgo del ámbito de la administración societaria pues, frente a las ganancias del ejercicio, y en caso de quebrantos acumulados, el director tendrá derecho a ser remunerado cuando su remuneración sea pactada en base a participación en las ganancias y así lo decida la asamblea. En cambio, el socio resignará sus expectativas a cobrar dividendos hasta tanto la sociedad recupere el equilibrio patrimonial. Vemos como la LSC excluye el riesgo empresario en este supuesto, aún cuando podamos afirmar que el director asumió, en cierta medida, un riesgo similar al del socio pues, el pago de dicha remuneración dependerá finalmente de la decisión asamblearia.

Aún rechazando la doctrina del fallo "*Riviere*" en el sentido de que el director no debe asumir el riesgo empresario, sospecho que esta inmunidad no se presenta de manera absoluta admitiendo una clara e incontrovertible excepción: el caso del *director - accionista*.

VI.

El riesgo empresario y el director accionista

Si el lector me permite propongo aquí una vuelta de tuerca a la doctrina "*Riviere*". Reitero una vez más sin ánimo de aburrirlo que el administrador no debe asumir un mayor riesgo que el propio de su función. Sin embargo siento que el director no puede quedar inmune al riesgo empresario cuando aquel, además de ser administrador, es accionista, por la simple razón de ser aquel el factor de gestión de su propio negocio³⁶.

Admitir una tesis contraria implicaría aceptar que el riesgo empresario propio del accionista sea fácilmente burlado vía honorarios de administración, y en este punto resulta irrelevante que el director - accionista sea ejecutivo o de asiento. Es decir que frente al extremo de quebrantos (arts. 70 y 71) el accionista que administra su propio negocio verá neutralizado aquel riesgo mediante el simple artificio de votarse honorarios o un sueldo; situación que representa a mi juicio un injustificado privilegio frente a los terceros acreedores que verán peligrar el capital social como garantía indirecta, sin tan siquiera contar el acreedor con el derecho de oponerse si dichos quebrantos acumulados perduran (art. 205 y 206). Lógicamente hablo del accionista director y controlante.

VILLEGAS nos ilustra que en el modelo de sociedad cerrada familiar o de control es común que los accionistas participen en el *management* de la firma pues éstos tienen naturalmente las expectativas e incentivos económicos necesarios para involucrarse activamente en los negocios de la empresa. Estos autores entienden que debido a que en este modelo el empresario concentra su riesgo en una única firma, es natural que éste tienda a querer controlar la gestión de su inversión, en clara oposición al modelo de sociedad de capital disperso donde el accionista - inversor suele delegar esa gestión en manos de directores profesionales. Afirma VILLEGAS - con acierto - que dado que una parte importante de los beneficios derivados de los negocios de la firma se distribuyen como honorarios de directores, los accionistas tendrán muy

³⁶ Vid., en contra C.N.Com., sala A "*Comisión Nacional de Valores c. Laboratorios Alex S.A.*". LL, 1993-C-295.

en cuenta que una participación activa en el *management* implica también compartir parte de los beneficios y utilidades de su negocio³⁷.

Frente al evidente conflicto de interés que se presenta cuando el accionista empresario cumple además el rol de director (ejecutivo o de asiento) aquel no puede quedar indemne al riesgo empresario. Tal como lo vengo sosteniendo, la misión única del director es actuar en beneficio del interés social. Siendo el **riesgo empresario** y la **creación de valor** las dos caras de una misma moneda, si el director accionista no asume dicho riesgo es natural que aquel no esté lo adecuadamente motivado a crear valor si el retorno de su inversión se asegura mediante el cobro de un sueldo u honorario por administración, situación diametralmente opuesta a la del director profesional. Está claro que en este supuesto el director accionista no estará alineado con el interés social sino más alineado a su propio interés enfrentándonos a un innegable conflicto propio del modelo de sociedad anónima cerrada familiar cuyos ejemplos pululan en nuestro medio.

VII.

El régimen de participación en las ganancias y el art. 71 de la LSC

El régimen de pago de honorarios bajo el sistema de participación en las ganancias ofrece varias lecturas y no está claro en nuestra LSC.

A los efectos de poder abordar este tópico analizaré los arts. 64, 71 y 261 haciendo una exégesis comparativa con los sistemas vigentes en el derecho extranjero. Adelanto desde ya mi reflexión en el sentido de que el art. 261 de la LSC no prevé ni expresa ni implícitamente un *sistema* de participación en las ganancias, sino tan sólo, un *método de cálculo* para fijar el tope máximo de remuneración a directores.

Circunscribiéndonos a la referencia que la LSC hace a la participación en las ganancias, se desprende fácilmente que no se trata de una forma de remuneración, sino de un modo de determinar el monto máximo de utilidades que puede destinarse a remuneración de los integrantes del órgano de administración³⁸. Mientras en el supuesto del art. 261 el honorario del director es un gasto operativo cuyo monto máximo no puede superar entre el 5% y el 25% de las ganancias (arg. de los arts. 64.I.b.1 y 261) el artículo 71 prevé un *sistema de remuneración* basado en la participación en los beneficios sociales; o sea, no como gasto operativo.

La mayoría de los autores nacionales entienden que el art. 71 debe ser interpretado junto con el art. 261 debiendo prevalecer el primero sobre el segundo. Francamente creo que el art. 71 prevé una hipótesis remuneratoria apartada del 261 siendo una y otra independientes con caracteres propios y únicos que sólo pueden ser integradas mediante pacto expreso en los estatutos sociales. A continuación las principales diferencias encontradas entre uno y otro sistema:

Mientras el art. 71 admite la participación en las ganancias para directores y síndicos, el art. 261 excluye a estos últimos incorporando, en cambio, a los miembros del consejo de vigilancia.

El art. 71 admitiría la participación en las ganancias pasadas a reservas. Se sostiene, en cambio, que el art. 261 fija la remuneración de los directores y consejeros sobre las ganancias del ejercicio. Punto este último muy opinable.

El art. 64.I.b.1. incluye como gasto de administración los honorarios de directores y síndicos. De acuerdo con la ley del impuesto a las ganancias este gasto puede deducirse hasta el tope del 25% de la utilidad contable o \$12.000 por director el que resulte mayor. En cambio el

³⁷ Vid., VILLEGAS, CARLOS Y MARCELO. Ob. cit., pag. 293 a 321.

³⁸ Vid., SASOT BETES - SASOT. "Sociedades anónimas. El órgano de administración". Ed., Ábaco de Rodolfo de Palma. Bs. As. 1981., pag. 273.

derecho a la participación en las ganancias como forma de retribución no operaría como gasto y por lo tanto no deducible para la sociedad³⁹.

Al disponer el art. 71 "... **cuando** (...) sean remunerados con un porcentaje de las ganancias ..." confirma la idea de que éste es un supuesto de remuneración completamente ajeno al art. 261. Por lo tanto en caso de pactarse estatutariamente o, votarse en la asamblea el pago de honorarios mediante un sistema de participación en las ganancias, podrán fijarse, o no, los límites previstos en el art. 261. En este caso sería aconsejable pactar este sistema en los estatutos sociales.

El art. 71 dispone expresamente que el pago de los honorarios será una facultad de la asamblea. En cambio bajo el sistema del art. 261 el director siempre tiene derecho a exigir el pago del honorario devengado aunque, claro está, sujeto a las condiciones previstas en los párrafos 2º a 4º. Entonces mientras en el supuesto del art. 71 el director asume *parcialmente* un riesgo análogo al empresario (pues aquel percibirá sus honorarios condicionado a que la asamblea decida resolverlo en paridad de condición que el dividendo), en el régimen del 261 la asamblea está obligada a remunerar el cargo; salvo las excepciones objetivas allí previstas.

Por último para el caso del director ejecutivo remunerado con un sueldo o retiros a cuenta por el desempeño de funciones técnico administrativas permanentes (art. 261) y además con una opción a participar en las ganancias (art. 71) sólo entrarán dentro del tope legal las remuneraciones devengadas por el desempeño de tales funciones quedando por lo tanto excluido de dicho tope la remuneración proveniente de una opción a participar en las ganancias⁴⁰.

El análisis del derecho comparado me sirvió de atalaya para poder comprender mejor nuestro Derecho. En efecto, mientras en el derecho francés la remuneración de directores vía participación en los beneficios (*tantièmes*) fue suprimida en 1975 quedando sólo vigente el sistema de dietas por asistencia (*jeton de présence*), el derecho brasileño y español que expresamente regulan estos sistemas, nos pueden servir de guía para una sana reflexión.

El art. 152 de la ley de sociedades brasileña expresamente ordena que: "*si el estatuto fijara un dividendo obligatorio del 25% o más de la ganancia neta puede atribuir a los directores una participación en las ganancias siempre que el total no exceda la remuneración anual de los administradores en un 0,1% de las ganancias prevaleciendo el límite que fuera menor. Los administradores tendrán derecho a cobrar esta participación en relación al cual sea atribuido a los accionistas el dividendo obligatorio*". Por su parte el art. 130 de la ley de sociedades anónima española nos dice que cuando la remuneración de los administradores consista en una participación en las ganancias " ... sólo podrá ser *destruida* de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del 4% o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido".

Observo en ambos sistemas las siguientes características comunes: (i) los sueldos u otras remuneraciones por el desempeño de funciones ejecutivas no se encuentran alcanzadas por límite alguno, ni sujeta a condición, (ii) el pago de honorarios mediante participación en las ganancias se encuentra condicionado el pago de un dividendo mínimo y, (iii) ambas formas de remuneración son acumulativas y no excluyentes entre sí.

VIII.

La remuneración fijada por el consejo de vigilancia

³⁹ Es interesante ver el caso español donde la ley 43/1995 admite la deducción del impuesto a las ganancias de sociedades el total de los importes abonados a directores en concepto de honorarios aún cuando éstos sean una participación en las ganancias.

⁴⁰ Ilustra este ejemplo el art. 28 de los estatutos sociales de Telefónica de España S.A. que dispone remunerar a los miembros del consejo de administración con una cantidad equivalente al 0,5% del beneficio líquido del ejercicio; o el art. 30 de REPSOL S.A. que establece una retribución consistente en el 1,5% del beneficio líquido.

La doctrina del fallo "*Rivière*", siguiendo en este punto a NISSEN y SASOT BETES - SASOT alienta la creación del consejo de vigilancia como remedio al valladar impuesto por el art. 261. La sala B entiende que los límites del art. 261 pueden ser vulnerados si los accionistas fijan los honorarios pero, esta vez, a través del consejo de vigilancia y no cuando aquella es fijada por la asamblea. Si la *ratio legis* del art. 261 ha sido proteger hasta las consecuencias ya vistas el derecho al dividendo de los accionistas minoritarios, no veo cómo podemos dejar en letra muerta esta norma por la simple mecánica de formar un consejo de vigilancia, no encontrando sólido el fundamento de que el art. 281.d de la LSC indica que este órgano *fijará* los honorarios de administración.

IX.

La remuneración del director y la autonomía de la voluntad societaria

Frente al panorama que nos presenta la jurisprudencia de nuestros Tribunales, sumado el confuso y autocontradictorio art. 261 parece prudente recurrir a la autonomía de la voluntad como forma de poder encauzar este embrollo, permitiendo a las partes involucradas fijar la mejor forma de remunerar a los directores en línea con el interés social pues, a juzgar por lo hechos, nuestro Derecho no ha servido para mitigar los conflictos de intereses sino para potenciarlos. Por esta razón vale la pena recuperar con todo vigor la doctrina del caso "*Sporetti, Nazareno c. González e Hijos S.A.*".⁴¹ como forma de equilibrar el fiel de la balanza.

En el viejo caso "*Sporetti*" la sala A sostuvo de manera contundente, clara y precisa que "*el art. 261 de la LSC es una norma dispositiva, pero no imperativa ni taxativa. Estas últimas serán aquellas que imperan independientemente de la voluntad de las partes, no siendo lícito derogarlas; las normas jurídicas dispositivas valen en tanto no existe una voluntad diversa de las partes*". Asimismo agregó: "*La norma contenida en el art. 261 de la LSC no es de orden público, pues aún estableciendo normas precisas destinadas a la protección de los accionistas, no se afecta con su violación aquel orden público o las buenas costumbres. El orden público tiene su origen en principios fundamentales de nuestra organización social, y si el régimen general de las sociedades y algunos de sus institutos no son modificables en base a razones de orden público, las normas concretas que minuciosamente lo conforman, pueden ser imperativas, prohibitivas o permisivas, según sea el caso*".

El Tribunal entendió que no habiéndose violado una norma de orden público la acción de impugnación caduca vencido el plazo del art. 251. Sin embargo, y aquí lo interesante del caso, el Tribunal entendió que el art. 261 es una norma *dispositiva* y por lo tanto *derogable por las partes*. Éste es uno de los pocos antecedentes donde pude encontrar una acabada expresión, diríamos sin pelos en la lengua, sobre la verdadera esencia del 261 pues, en otros precedentes los magistrados fueron reacios a negar la imperatividad a ciertas normas societarias aunque, tal como lo trataré de demostrar, aún siendo éstas imperativas la autonomía de la voluntad cuenta con cierto respaldo para vencer al paradigma institucional del que nos habla CÁNDIDO PAZ ARES⁴².

El tema del carácter imperativo de las normas de la LSC y su correlativo régimen de nulidades (relativas o absolutas) es materia muy controvertida en nuestro medio y el debate aún no está concluido, aunque pueda afirmarse que desde un tiempo a esta parte, ciertos pronunciamientos permiten vislumbrar con relativo optimismo un renovado espacio para la autonomía de la voluntad societaria.

No es propósito de este breve ensayo realizar un análisis pormenorizado sobre el carácter imperativo o dispositivo de las normas de la LSC aunque intentaré algunas reflexiones aplicables al tópico remunerativo, dejando para otra oportunidad un estudio más profundo sobre este apasionante tema.

Cuando abordo la imperatividad normativa - que no puede confundirse con la noción de orden público - es porque quiero descubrir cuál es el ámbito de actuación de la autonomía de la

⁴¹ C.N.Com., sala A. ED, 85-525.

⁴² Vid., PAZ ARES, CÁNDIDO. "*¿Cómo interpretamos y cómo hacemos el derecho de sociedades?*".

voluntad en nuestro régimen societario, y a partir de comprender esta noción tratar de captar qué función le cabe a esta autonomía contractual en materia remuneratoria pues, la contracara de la imperatividad es, necesariamente, la autonomía de la voluntad. Vuelvo un poco sobre mis pasos y le recuerdo al lector que en el caso "*Sporetti*" el Tribunal no sólo rechazó el carácter residual de la autonomía de la voluntad en el caso de remuneración de directores, sino que la colocó donde corresponde y en su justo lugar.

Las normas imperativas relacionadas con la tipicidad societaria, la estructura societaria en general o, los derechos intangibles de los socios no son de orden público y por lo tanto la violación de estas normas quedan sujetas al plazo de caducidad del art. 251. Las únicas decisiones societarias excluidas de esta norma son las decisiones violatorias del orden público entendido éstas como las normas básicas de la organización del Estado, la moral y las buenas costumbres. Ninguna decisión que afecte derechos patrimoniales regulados imperativamente por la LSC, el estatuto o el reglamento puede considerarse como nula de nulidad absoluta pues, es evidente que afectado derechos individuales de los socios la nulidad será relativa. Incluso nos enseñan que el fundamento de la *norma imperativa* es la *protección de derechos individuales*. Las normas imperativas abundan en nuestro derecho societario en cuanto establecen la inderogabilidad por vía contractual o estatutaria. Estas normas, con ser imperativas no afectan el orden público. Teniendo la norma imperativa por objetivo proteger derechos individuales de los accionistas, desde el momento en que la asamblea adopta una decisión en violación de esa norma, la imperatividad actúa como remedio protector de los derechos particulares del socio perjudicado. Este derecho concreto (el derecho afectado) puede ser libremente dispuesto, transado e incluso ser renunciado. Por lo tanto, siendo el objetivo de las normas imperativas proteger derechos individuales de fuerte contenido patrimonial es lógico que la propia LSC produzca un saneamiento de los vicios, aún los derivados de las normas imperativas, por el mero transcurso de un plazo de caducidad sin ejercer el accionista la correspondiente acción de impugnación⁴³.

Sin duda el art. 261 nos enfrenta claramente a derechos patrimoniales. El de la sociedad a poseer un sólido patrimonio y recursos financieros suficientes que le brinden la adecuada solvencia y liquidez⁴⁴, el de los socios a recuperar su inversión mediante el pago de dividendos y, por último, el de los administradores a ser justamente compensados por las tareas técnico administrativas desarrolladas.

NISSEN niega el carácter dispositivo de esta norma pues teniendo como objetivo proteger el derecho al dividendo, éste no puede ser menoscabado por una decisión asamblearia que ignore los límites del art. 261. Considera a esta disposición de orden público. Incluso en su defensa al derecho al dividendo llega al extremo de sostener que con anterioridad al derecho de los administradores a percibir sus honorarios se encuentra el derecho de los accionistas a percibir el fruto de la inversión realizada⁴⁵. Siento, empujado por cierto espíritu de justicia, que tanto directores como accionistas tienen el legítimo derecho a recibir el fruto de su inversión, ya sea de capital o de tiempo humano, y ambos, en paridad de condiciones. No creo conducente ni constructivo edificar privilegios dogmáticos que tienden a lesionar el interés social. Donde hay ejercicio abusivo de los derechos debe caer la ley con su máximo rigor aplicando para ello los principios generales de derecho (arts. 953, 1071 y 1198 del Código Civil)

Lo cierto es que nuestra jurisprudencia se ha expresado tímidamente sobre el carácter imperativo en muy pocos casos, y respecto de los arts. 189 y 263, siendo ilustrativo en este

⁴³ Vid, entre nosotros MANÓVIL, RAFAEL. "*Impugnación de resoluciones asamblearias violatorias de normas de orden público y las normas imperativas: una imprescindible distinción*". V Congreso de Derecho Societario y de la Empresa., pag. 305; MATTA Y TREJO, GUILLERMO. "*Normatividad societaria, orden público e impugnación de decisiones asamblearias*". Ídem anterior., pag. 345. GARRIDO DE PALMA, VÍCTOR M. "*La autonomía de la voluntad en la sociedad anónima. El contrato y los estatutos en su creación y vida*". Estudios sobre la sociedad anónima. Ed., Cívitas. Madrid, 1991; pag. 115.

⁴⁴ Este derecho tiene especial impacto respecto de los terceros acreedores. Por ello podríamos decir que éste también es un derecho de los acreedores sociales.

⁴⁵ Vid., NISSEN, RICARDO. "*Remuneración de los directores de sociedades anónimas*". LL, 1984-C-661.

sentido los fallos "*Vistalba c. Banco Galicia y Buenos Aires S.A.*"⁴⁶, "*Peneth Edwin c. BGH S.A.*"⁴⁷ y "*Ruberto, Guillermo c. BGH SA*"⁴⁸.

En el primero, tanto el tribunal de 1º instancia como la sala A de la C.N. Comercial entendieron que *"no se alteraron, ni siquiera entraron en juego normas que puedan considerarse de orden público, noción ésta debatida en derecho, pero que, intrínsecamente, no es otra cosa que un valladar a la autonomía de la voluntad (...) la ley es imperativa cuando se ha establecido para satisfacción del bien común o del interés público; en cambio si se ha instituido en miras a un interés particular se ha de concluir, en principio, que la ley es meramente interpretativa y que puede ser dejada de lado por aquellos cuyo interés ella resguarda (...) el calificativo de orden público se suele emplear abusivamente (...) el orden público implica por esencia considerar el interés general sobre el particular (...) no se advierte que la sistemática del art. 263 pueda ser calificada de orden público desde que las partes pueden o no hacer uso de la misma, renunciarlas, etc., El voto acumulativo es un derecho disponible y negociable que puede o no ejercitarse por los particulares interesados ..."*.

En "*Peneth, Edwin c. BGH S.A.*" y "*Ruberto, Guillermo c. BGH S.A.*" las salas C y A, respectivamente, sentaron la siguiente doctrina: *"el art. 189 sienta normas de tuitivas del interés de los accionistas minoritarios pudiendo éstos voluntariamente apartarse de éstas renunciando a los derechos que por su virtud les corresponden. Es que, si bien mediante estas normas se satisface el interés general, las mismas no revisten el carácter de orden público, pues no constituyen normas imperativas susceptibles de ser dejadas de lado en el ejercicio de la autonomía de la voluntad"*. Lo interesante de estos fallos es que se trataba de la emisión de acciones preferidas excluidas del derecho de acrecer en función del art. 189. En esa oportunidad se trataba de la emisión de acciones liberadas por capitalización de revalúos contables⁴⁹. En estos casos se puso en juego, nada más y nada menos, que el derecho de suscripción preferente consagrado en el art. 189 admitiéndose su derogación por pacto de partes.

Interesante resulta el caso "*Cereales Magdalena S.R.L.*"⁵⁰. Aquí los socios habían pactado en el estatuto social que ellos responderían en forma solidaria e ilimitada por las deudas sociales, en caso de liquidación privada y voluntaria del ente. El Tribunal no se detuvo a analizar la imperatividad del art. 106 de la LSC o, si esta norma es de orden público, pero lo cierto es que el Tribunal implícitamente admitió la validez de la cláusula. Lo trascendente de este caso es que se trastocó por vía de la autonomía de la voluntad el principio de limitación de responsabilidad como elemento esencial del tipo. Y está bien que así sea ¿a quien perjudican los socios con este tipo de cláusula?.

En materia de jurisdicción arbitral la imperatividad normativa también mereció su respectivo pronunciamiento en el caso "*Nova Pharma Corporation SA c. 3M Argentina S.A.*"⁵¹. En esta ocasión la sala E negó la validez de las cláusulas de arbitraje. Este pronunciamiento mereció la aguda crítica de ZAMENFELD, VICTOR y CAIVANO, ROQUE. Según estos autores *"la declaración que motiva la sentencia encuentra sus raíces en una concepción publicística de la sociedad, figura a la que suele otorgársele una trascendencia superior a la de cualquier otro contrato privado, capaz de proyectar un interés general merecedor de tutela legal y judicial. Ciertamente que en la propia ley societaria algún artículo aislado podría hacer suponer la existencia de tal interés en las sociedades anónimas. Pero, en verdad, nada autoriza a extender tal interpretación a cualquier caso (...) la competencia arbitral es fruto de una decisión libre y voluntaria de las partes (...) dentro del marco de la autonomía de la voluntad, la posibilidad del arbitraje se nos presenta como amplísima (...) en todos los casos la autonomía de la voluntad autoriza su plena aplicación en razón de ser una regla que sólo afecta a quienes lo establecieron libremente o decidieron libremente someterse a ella ..."*

Con fundamento en la doctrina jurisprudencial citada y enfrentándonos a derechos esencialmente patrimoniales (tal como sucede con los arts. 106, 189 y 263 de la LSC) no abrigo

⁴⁶ Vid., LL, 1987-B-335.

⁴⁷ Vid., ED,142-245.

⁴⁸ Vid., ED,107-127

⁴⁹ Vid., nuestro trabajo "*¿Capitalización del capital social?*". Rev., ED, 12 de diciembre de 2002.

⁵⁰ Vid., Rev. ED, 22 de mayo 2002.

⁵¹ Vid., ED, 194-151.

duda de que el art. 261 es una clara norma dispositiva adhiriendo por lo tanto a la doctrina "Sporetti".

Lo cierto es que, aún si creemos que estamos frente a una norma del tipo imperativa; o sea, no derogable por las partes, si los socios pactan en los estatutos una cláusula de remuneración que se ajuste a la moderna doctrina de la *creación de valor* alineando los intereses del director con los de la sociedad de acuerdo con lo que verosímelmente las partes (accionistas) entendieron o pudieron entender obrando de buena fe, con cuidado y previsión (doctr., del art. 1198 del Cód. Civil.) dicha cláusula no podría ser atacada de nulidad (ni relativa ni absoluta) pues habiendo unanimidad y siendo ésta una normas cuyo objeto es proteger derechos patrimoniales esencialmente renunciables, transables y negociables, el paradigma imperativo cede ante la autonomía de la voluntad, ya que no está en juego ni el orden público, ni la moral ni las buenas costumbres.

Para concluir cito al profesor CÁNDIDO PAZ ARES quien con suma lucidez nos enseña "*la creciente reducción del papel de la libertad contractual en el ámbito de las sociedades de capital obedece sobre todo a nuestro modo tradicional de entender y de hacer el derecho de sociedades (...) este modo de entender el derecho estriba en nuestra comprensión del fenómeno societario articulado sobre la base del paradigma institucional y no sobre la base del paradigma contractual. Lo más específico del paradigma institucional es que presupone la existencia detrás del texto legal de un arquetipo ideal de sociedad expresivo de una ordenación objetivamente equilibrada de las relaciones entre socios, y garante de la funcionalidad del orden societario; un arquetipo que naturalmente opera como guía de la comprensión y de la producción del derecho e interpone una barrera infranqueable a la autonomía privada*"⁵².

X. Colofón

Por todo lo expuesto concluyo que:

- i. El art. 261 en su actual redacción no protege el interés social, sino todo lo contrario, alienta la *destrucción de valor*.
- ii. El director, sea de asiento o ejecutivo, no debe asumir el *riesgo empresario*; salvo el supuesto del director accionista.
- iii. El régimen de remuneración mediante *participación en las ganancias* previsto en el art. 71 de la LSC es excluyente del previsto en el art. 261 pudiendo acumularse ambas formas de remuneración e incluso combinarse estatutariamente. La primera no está alcanzada por los límites legales.
- iv. El art. 261 es una norma dispositiva pudiendo modificarse el régimen de remuneración por un sistema que alinee el interés particular del director con el interés común de todos los socios.
- v. El análisis del derecho comparado y la moderna noción de *creación de valor para los accionistas* como síntesis del concepto de interés social, me alentó a compartir estas breves reflexiones.

⁵² Vid., PAZ ARES, CÁNDIDO. Ob.cit., pag. 164.