

### Remuneración del director y participación en las ganancias

Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director

#### **Colaboradores**

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

### INDICE

I. PLANTEAMIENTO .....	4
II. APROXIMACIÓN AL TEMA.	
1. <i>La remuneración del director como gasto operativo.</i> .....	5
2. <i>Distintas formas de remuneración.</i> .....	7
III. EL ARTÍCULO 261 Y LA DOCTRINA DEL RIESGO EMPRESARIO.	
1. <i>El caso “Riviere”</i> .....	8
2. <i>El caso “Ramos”</i> .....	8
3. <i>El caso “Dristel”</i> .....	8
4. <i>Riesgo empresario. Responsabilidad del director. Acción de repetición.</i> .....	
IV. EL LÍMITE SOBRE LAS GANANCIAS. INCOHERENCIAS DEL SISTEMA.	
1. <i>¿Porqué fijar límites?</i> .....	11
2. <i>Sigue, ¿cuál es la ganancia para fijar el límite?</i> .....	12
3. <i>Sigue ... ganancia, la utilidad contable y la utilidad computable: ¿son sinónimos?:</i>	
1. <i>la ganancia según el art. 261 de la LSC.</i> .....	13
2. <i>la utilidad contable según la ley de impuesto a las ganancias.</i> .....	14
3. <i>la utilidad computable según las normas de la CNV</i> .....	15
V. LOS DEBERES DE CONDUCTA COMO FUNDAMENTO DE LA REMUNERACIÓN DEL DIRECTOR. ....	16
VI. CONFLICTO DE INTERÉS Y TEORÍA DE LA AGENCIA. ....	17
VII. LA REMUNERACIÓN “RAZONABLE” COMO ÚNICO LÍMITE. ....	18
VIII. PARTICIPACIÓN EN LAS GANANCIAS Y LA PROTECCIÓN DEL DIVIDENDO EN EL DERECHO COMPARADO.	
1. <i>Brasil.</i> .....	19
2. <i>España.</i> .....	20
3. <i>Uruguay.</i> .....	20
IX. PARTICIPACIÓN EN LAS GANANCIAS Y RIESGO EMPRESARIO. ....	21
X. REFLEXIONES FINALES. ....	21

### Síntesis

El presente trabajo busca alertar sobre la peligrosa doctrina judicial de que el director ejecutivo (CEO) asume el “riesgo empresario”. La CNCom, viene construyendo una extraña interpretación del artículo 261 de la ley de sociedades comerciales a partir de los casos Riviere e Hijos, Editorial Atlántida y Nougues Hnos.

Se analiza el concepto de “ganancia” proponiendo que la ganancia computable para fijar el límites - en sociedades cerradas - sean las ganancias del ejercicio más las pasadas a reservas o resultados no asignados.

El sistema del artículo 261 genera un círculo perverso al condicionar el límite de la remuneración del director ejecutivo al pago de dividendos siendo que el directorio es quien sugiere a los accionistas la política de reservas a seguir. El juego de los artículos 70 y 261 genera un conflicto de interés entre política de dividendos y honorarios.

El artículo 261 no regula un régimen de participación en las ganancias. Éste cuenta con expreso reconocimiento en el artículo 71 de la ley. El régimen de participación en las ganancias queda fuera de los límites legales. La participación en las ganancias es una modalidad de pago donde el director asume el riesgo del negocio.

### I. Planteamiento.

Hace un tiempo comenté que me había bastado transitar la doctrina nacional que se ocupó de estudiar el régimen de remuneración del director de la SA; y la jurisprudencia del foro mercantil para advertir que me enfrentaba a un tema árido, complejo y plagado de múltiples interpretaciones. Un nuevo acercamiento al enigmático artículo 261 de la ley 19.550 ("LSC") me obliga a volver sobre mis pasos reiterando lo dicho en aquella oportunidad<sup>1</sup>.

Fijar un tope a la remuneración del director sobre las ganancias y, peor aún, sobre los dividendos declarados es, a mi modo de ver, la principal falla del sistema.

Nuestros Tribunales vienen interpretando de manera reiterada y pacífica que el art. 261 no sólo limita el monto de honorarios; sino que además los *condiciona y subordina* a la existencia de ganancias. Pero el aquelarre no termina aquí. El tope debe calcularse sólo, sobre las ganancias del ejercicio<sup>2</sup>. Bajo esta creencia se pretende

<sup>1</sup> Vid., VAN THIENEN, Pablo A.. "Creación de valor para el accionista, el riesgo empresario y el régimen de remuneración del director en la S.A.". Rev., ED 10.03.2003.

<sup>2</sup> Sobre el límite calculado sobre las ganancias del ejercicio, vid., por todos: OTAEGUI, Julio. "Administración societaria". Ed., Ábaco de Rodolfo De Palma. Bs As 1979, "Algunas cuestiones sobre la retribución de los directores". ED, 8.02.99; ZALDÍVAR, MANÓVIL, RAGAZZI, ROVIRA "Cuadernos de derecho societario". Vol. II, 2º parte. ; GAGLIARDO, Mariano. "Anticipos a cuenta de honorarios y una gestión ineficaz". ED, 181-399, "Pautas para la remuneración del directorio". LL, 1988-C-68; MENEGAZO CANÉ, Miguel. "Retribución a los directores de sociedades anónimas". ED, 62-653; NISSEN, Ricardo. "Remuneración de los directores de sociedades anónimas". LL, 1984-C-660; "Un fallo ejemplar en materia de remuneración de directores de sociedades anónimas". LL, 1997-A-135.; SASOT BETES -

trasladar al director de nuestra S.A. el riesgo de empresa asumiendo éste un alea análogo al del accionista<sup>3</sup>.

Lo cierto es que intentando proteger el derecho en expectativa que todo accionista tiene al reparto de utilidades (derecho *inalienable* en el sentir de nuestra doctrina patria), se busca restringir y condicionar la remuneración del director como si el derecho que éste tiene a percibir una justa compensación por sus funciones fuera un derecho subordinado, imperativamente, al pago de dividendos<sup>4</sup>.

No logran convencerme los argumentos de quienes creen que el sistema remunerativo del art. 261 significa trasladar al administrador societario el

---

SASOT. "El órgano de administración" Ed., Ábaco de Rodolfo De Palma. Bs As 1980; "Los dividendos". Ed., Ábaco de Rodolfo De Palma. Bs As 1984; ROMANO, Alberto. "Algunas reflexiones sobre remuneración de directores". Derechos patrimoniales. Estudios en Homenaje al Profesor Emérito Efraín H. Richards. Vol. II. Ed., Ad-Hoc. Bs As; AGUINIS, María M. de. "Reflexiones sobre la retribución que corresponde a cada director". RDCO. Año 14. 1981; entre otros. Quien planteó tímidamente las dudas sobre el concepto de ganancia en el art. 261 fue ARECO, Juan S.. "Retribución al director en la sociedad anónima". LL, 1983-C-873. Este autor señala que "... a pesar de lo aparentemente clara que parece la norma en cuestión quedan varios interrogantes por resolver (...) cuál es el verdadero significado de ganancia utilizado en la ley, si ganancia y utilidad son sinónimos ...". Sobre ésto volveré más adelante.

<sup>3</sup> Vid., por todos y en particular C.N.Com., sala B "Riviere de Pietranera c. Riviere e Hijos SA". LL, 1997-A-134. Según la doctrina de esta sala, el riesgo empresario sólo puede evitarse si el director cumple funciones técnico administrativas no permanentes, o integrara comisiones especiales, o la remuneración fuere fijada por el consejo de vigilancia.

<sup>4</sup> El principal exponente de esta tesis es el profesor NISSEN, Ricardo A. quien sostiene "que con anterioridad al derecho de los administradores a percibir sus honorarios está el derecho del accionista a percibir el fruto de la inversión realizada". Vid., por todos "Remuneración de los directores de la sociedad anónima". LL, 1984-C-661.

riesgo del negocio creyendo ver en este dispositivo un régimen de participación en las ganancias. Opino, que el régimen de participación en las ganancias -como un modo más de remunerar al director- ha sido consagrado expresamente en el art. 71 de nuestra LSC. Del texto y de la interpretación que hago de los arts. 64 y 261 de la LSC entiendo que la remuneración del director es, claramente, un gasto de explotación social despejando así toda noción asimilable a una *participación en las ganancias*.

Antes de comenzar el abordaje de este complicado tema que ha desvelado a un importante sector de nuestra doctrina científica concluyo lo siguiente: pretender fijar límites a la remuneración del director sobre la base de ganancias y la declaración de dividendos merece, a esta altura, una fuerte revisión crítica si queremos de una buena vez alinear el interés particular del director con el interés social. En mi opinión el único límite objetivo que debemos aplicar a la remuneración del administrador social no puede ser otro que el precio razonable de mercado, tal como lo explicaré en las siguientes líneas.

La realidad empírica nos ha demostrado con la fuerza de los hechos que el art. 261 ha sido un instrumento ineficaz para solucionar el conflicto que presenta el interés del director en percibir una adecuada remuneración, y el interés del socio en percibir la renta del capital invertido. Debemos encontrar alguna fórmula sensata que nos permita fusionar ambos intereses, pues es tan relevante para el Derecho y al desarrollo de la economía el aporte de capital destinado a la producción e intercambio de bienes y servicios; como remunerar adecuadamente a quien tiene la responsabilidad de gestionar profesionalmente el patrimonio social.

## II. Aproximación al tema.

### 1. La remuneración del director como gasto operativo de la sociedad

Los honorarios de directores son, en general, un gasto de explotación; así lo dispone expresamente el art. 64 y, más concretamente, el art. 261.

En efecto, el art. 64.I.a) dispone que el cuadro de resultados debe exponer - para determinar el resultado del ejercicio - el total de las ventas de bienes o servicios realizados por la sociedad deducido los costos. Esta primera línea del cuadro de resultados reflejará al cierre del ejercicio la *ganancia bruta* obtenida por la sociedad. En términos económicos esta *ganancia bruta* es la que permitirá al ente solventar sus costes operativos, entre ellos: 1) los gastos ordinarios de administración, de comercialización y financieros; 2) **las retribuciones de administradores, directores y síndicos**; 3) otros honorarios y retribuciones por servicios; 4) sueldos, jornales y las contribuciones sociales respectivas; 5) regalías y honorarios por servicios técnicos y otros similares; 6) gastos de publicidad y propaganda; 7) impuestos, tasas y contribuciones; 8) intereses pagados o devengados clasificándolos entre proveedores, bancos o instituciones financieras, sociedades controladas, controlantes o vinculadas y, por último, las amortizaciones y provisiones<sup>5</sup>.

Deducida de esta ganancia los costes y amortizaciones indicadas en el párrafo anterior el cuadro de resultados nos mostrará la *ganancia operativa* que, restados los impuestos (vrg., a las ganancias o al patrimonio mínimo presunto) arrojará la *ganancia neta* del ejercicio que será, finalmente, el numerario destinado: i) a pagar dividendos a los accionistas (arts. 66.4, 68 y 224), ii) a la formación de reservas legales, voluntarias o estatutarias (arts. 62, 2.II.b, 66.3 y 70), iii) a la absorción de pérdidas de ejercicios anteriores (art. 71) y, iv) a cualquier otro destino que decidan los

<sup>5</sup> Todos estos rubros se encuentran detallados en el anexo H que integra los estados contables básicos.

accionistas conforme lo prevean los estatutos sociales<sup>6</sup>.

En síntesis, luego de pagado a todos los proveedores (comerciales, financieros, administrativos, empleados, etc) y al Fisco, el neto del ejercicio podrá ser destinado a fortalecer el pasivo no exigible, a retribuir a los accionistas el capital invertido o a cualquier otro destino que decidan los socios. Si el honorario del director es un gasto de explotación como claramente lo dispone el art. 64 no hallo razón para "limitarlo", y menos, "condicionarlo" a las ganancias.

Lo paradójico (o perverso de nuestro sistema) es que si el director prestara a la sociedad otros servicios profesionales ajenos a la propia función de administrador (p.ej., servicios de publicidad, de desarrollo, de investigación, de asesoramiento técnico, etc), el precio por estos servicios no encontrará ningún límite o condicionamiento; excepto, claro está, que aquel se contrate bajo condiciones de mercado y que sea de los normales de la actividad de la sociedad administrada<sup>7</sup>.

Ahora bien, supongamos por un instante que la remuneración de nuestro director fuera razonable; o sea pactada a valores de mercado<sup>8</sup> se nos presentará inevitablemente el límite del art. 261 si al cierre del balance los accionistas advierten que las ganancias del ejercicio no fueron lo abultada que esperaban, y lo más grave es que igual problema se nos presentará si al cierre de ejercicio los accionistas advierten que

las ganancias fueron lo abultada que ellos esperaban pero deciden mandarlas íntegramente a reservas (art. 66.3 y 70). O sea, mientras el director leal y diligente aconseja seguir una política de dividendos conservadora siendo ésta aceptada por los accionistas, aquel tendrá derecho a una remuneración que no podrá superar el 5% de las ganancias del ejercicio. Ergo, mientras los accionistas se ven beneficiados por una gestión diligente, aquel podrá ver diezmada su compensación si el 5% de las ganancias del ejercicio no alcanzan a compensar razonablemente el cargo y las responsabilidades asumidas<sup>9</sup>.

Si aceptamos que el honorario del director es uno de los tantos gastos de explotación que debe soportar la sociedad: ¿cuál es el sentido de limitarlo a las ganancias y a los dividendos declarados?, ¿no es acaso el pago de regalías u otros honorarios por servicios contratados con terceros o incluso con partes relacionadas (directores, síndicos o accionistas)<sup>10</sup> una de las tantas formas ordinarias de

<sup>6</sup> Entre esos destinos puede incluirse el pago de honorarios a directores. En este caso nos enfrentamos al típico ejemplo de participación del director en las ganancias del ejercicio situación prevista y consagrada en el art. 71 de la LSC y no en el art. 261 tal como lo veremos más adelante.

<sup>7</sup> Conforme lo dispone el art. 271 para los contratos celebrados entre el director y la sociedad.

<sup>8</sup> Considerando a tal efecto los antecedentes profesionales, trayectoria, prestigio profesional, funciones y responsabilidades del director, y además, el tamaño de la empresa, sector donde opera, volumen de ventas, etc.

<sup>9</sup> Digo diezmada porque si un socio minoritario impugnara la decisión social que aprobó los honorarios en exceso, el Tribunal podrá condenar al administrador a reintegrar a la sociedad el monto percibido en exceso conforme lo tiene dicho reiterada jurisprudencia de nuestra CNCom..

<sup>10</sup> Para las sociedades sujetas al régimen de oferta pública de valores negociables se estableció lo siguiente: el art. 72 de la ley 17.811 reformada por el decreto 677/01 dispone que "*En las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones corresponde que la asamblea ordinaria resuelva, además de los asuntos mencionados en el art. 234 de la ley 19.550 (...) los siguientes: b) la celebración de contratos de administración o gerenciamiento de la sociedad. Lo mismo se aplica a la celebración de cualquier otro pacto por el cual los bienes o servicios que reciba la sociedad sean remunerados total o parcialmente con un porcentaje de los ingresos, resultados o ganancias de la sociedad, si el monto resultante es sustancial habida cuenta el giro de los negocios y el del patrimonio social*". Por su parte el nuevo art. 73 que regula los contratos con partes relacionadas y por montos relevantes dispone: "*se entenderá por parte relacionada a los directores" (...) y por acto o contrato por monto relevante "cuando el importe del mismo supere el 1% del patrimonio social según último balance aprobado, siempre que dicho acto*

distribuir la ganancia operativas del ejercicio? Si esto es así: ¿por qué discriminar contra el director que cumple funciones permanentes?

2. *Distintas formas de remuneración: el honorario como gasto o como participación en las ganancias*

Las dos formas clásicas de remunerar al director suelen ser básicamente: (i) los honorarios fijos o variables anuales o mensuales<sup>11</sup> y, (ii) el honorario mediante un porcentaje sobre las ganancias de la sociedad. Huelga decir que estas formas de remunerar no se excluyen entre sí, sino que pueden válidamente combinarse una con otra. No obstante estas formas típicas podemos encontrar otras, como son, las remuneraciones variables en función de ventas, rentabilidad sobre activos, opciones sobre acciones, etc; que bien pueden estar combinadas con las dos anteriores o incluso complementarlas.

Ahora bien, una cosa es la remuneración fija (mensual o anual), y otra muy distinta la remuneración mediante participación en las ganancias. Mientras la primera es claramente un gasto de explotación, la segunda es uno de los tantos destinos que los socios pueden dar a las ganancias de la sociedad (sean éstas las del

---

*o contrato exceda el equivalente a \$100.000*". La celebración de estos contratos requiere la opinión previa del comité de auditoría. Mientras el art. 271 de la LSC requiere de aprobación por asamblea extraordinaria, la ley 17.811 exige ahora para estos contratos el quórum y mayorías de la asamblea ordinaria.

<sup>11</sup> Las remuneraciones mensuales se instrumentan en nuestro medio a través de los "retiros a cuenta": *¿a cuenta de qué?*, de las ganancias del ejercicio. El pago a cuenta es muy típico de nuestro sistema por el propio absurdo que nos plantea el art. 261, a tal punto que se los considera como mutuos imputados a honorarios. Me pregunto: *¿cuando el director retira mensualmente su honorario está celebrando un mutuo en los términos del art. 558 del C de C y 2240 y ss del CC?*. Vid., OTAEGUI, Julio. "Algunas cuestiones sobre retribución de directores". ED, 181-123.

ejercicio o las acumuladas bajo el rubro "Resultados No Asignados").

En el sistema de participación en las ganancias tanto el pago como el monto del honorario quedan inexorablemente subordinados a dos condiciones suspensivas: (i) que efectivamente existan ganancias y (ii) que los socios decidan distribuir parte de las mismas como honorarios. O sea, desde el punto de vista contable y jurídico esta forma de retribuir es, lisa y llanamente, un destino de las ganancias<sup>12</sup>. En cambio, la remuneración fija es absolutamente independiente del resultado económico, de que existan ganancias, de que se declaren dividendos, o de que el ejercicio arroje quebrantos. Esta forma de remuneración es un coste de explotación que debe soportar la sociedad por el sólo hecho de ser administrada. O sea, desde un punto de vista contable y jurídico esta forma de remuneración es, lisa y llanamente, un gasto<sup>13</sup>.

SASOT BETES Y SASOT nos enseñan que la LSC adoptó un sistema *mixto* donde se combina remuneración fija y participación en las ganancias. Arriban a esa conclusión pues al incluir el art. 261 a los *sueldos y otras remuneraciones* dentro del límite dicha combinación arrojaría un sistema mixto. A mi entender el art. 261 sólo fija un límite al honorario como gasto en función de las ganancias y dividendos que no puede ser confundido con un sistema de participación en las ganancias y; la diferencia no es semántica como lo veremos luego.

Sostener que la LSC prevé un sistema mixto es contradictorio en sí mismo pues siendo el sistema de participación en las ganancias uno de los tantos destinos que se le puede dar a los beneficios sociales, el honorario fijo es un gasto de explotación. Ergo, no veo cómo puede computarse como gasto lo que en realidad es una ganancia.

---

<sup>12</sup> Vid., SASOT BETES Y SASOT., ob. cit., pag. 264.

<sup>13</sup> Para SASOT BETES Y SASOT esta forma de remuneración se daría cuando el director es designado por el consejo de vigilancia (art. 281.d) o cuando el director integra comisiones especiales. Dentro de éstas incluye a las tareas administrativas no permanentes (art. 261, 4º párrafo). En igual sentido NISSEN, Ricardo.

Resumiendo: en el sistema de participación en las ganancias el director tiene un derecho de carácter patrimonial participativo, contingente y eventual. O sea, si los socios deciden no distribuir las ganancias, o éstas no existen o fueran reducidas el administrador nada podrá reclamar a la sociedad. Aquí el director decide asumir un riesgo<sup>14</sup>. En cambio, en el sistema de remuneración fija dicha contingencia o eventualidad no se presenta pues el honorario será un pasivo exigible para la sociedad desde el mismo instante en que el director ocupa el cargo<sup>15</sup>.

Me pregunto: ¿El límite del art. 261 implica subordinar o condicionar el honorario a la existencia de ganancias? Opino que no.

### III. El artículo 261 y doctrina del riesgo empresario.

La C.N.Com viene sosteniendo de manera reiterada y con apoyo de cierta doctrina minoritaria<sup>16</sup> que: (i) el pago de honorarios, sueldos y otras retribuciones por funciones técnico administrativas de carácter permanente están condicionados a la existencia de ganancias del ejercicio, (ii) sólo se admite pagar honorarios en exceso de los límites del art. 261 cuando se remuneren funciones técnico administrativas no permanentes o excepcionales o por el ejercicio de comisiones especiales y, por último (iii) a

<sup>14</sup> Propio de los contratos aleatorios.

<sup>15</sup> Lo increíble de nuestro perverso sistema es que a través de los "pagos a cuenta" - sistema de pago admitido por la jurisprudencia - la posición jurídica se invierte quedando el director como deudor y la sociedad como acreedora hasta tanto el balance del ejercicio muestre el resultado.

<sup>16</sup> Vid., por todos NISSEN, Ricardo. "Un fallo ejemplar en materia de remuneración de directores de sociedades anónimas". LL, 1997-A-134. SASOT BETES - SASOT. "Los dividendos" Ed., Ábaco de Rodolfo de Palma. Bs As. 1985., pag. 357-368. GRISPO, Jorge. "Las estipulaciones nulas en el contrato de sociedad". Rev. ED, 22.09.03.

tenor del art. 261 el director debe asumir el riesgo del negocio.

Quien tejió esta cuestionable doctrina jurisprudencial fue la sala B de la C.N.Com en autos "Riviere de Pietranera c. Riviere e Hijos", luego confirmada por las salas E y D del mismo Tribunal en los autos "Ramos Mabel c. Editorial Atlántida SA" y "Dristel SA c. Nougués Hnos SA"<sup>17</sup>.

A continuación los puntos más preocupantes de esta jurisprudencia:

#### 1. El caso "Riviere"

La CNCom., sala B sostuvo "... quienes aceptan desempeñarse profesionalmente en el cargo de director de una sociedad anónima, **quedan vinculados con la suerte de la empresa** (...) de modo que si los emprendimientos comerciales no resultan fructíferos, la retribución será, en principio, acorde con los resultados (...) no desconozco que esto puede traer serias consecuencias al director de una sociedad anónima que no obtenga ganancias, pero, insisto este riesgo fue voluntariamente asumido por el director que acepta el cargo (...) si bien el alea asumida no es la misma para quienes revisten el carácter de accionistas que para quienes se desempeñan como directores de la sociedad anónima, debe admitirse que la ley ha bonificado la postura que asevera que los directores, no obstante hallarse investidos del derecho a la remuneración, también **asumen el riesgo de la empresa que, sin ser el de los accionistas, resulta análogo** ...". (voto de la Dra. Díaz Cordero con la adhesión del juez Butty).

#### 2. El caso "Ramos"

En este caso la sala E del mismo Tribunal entendió que "... debe estarse entonces al principio establecido en la norma (...) según el cual **el derecho a la remuneración del director se encuentra subordinado a la existencia de ganancias** ..." (voto del Dr. Ramírez)

#### 3. El caso "Dristel"

<sup>17</sup> Vid., respectivamente: LL, 1997-A-140; ED-181-123 y ED-197-37

La sala D se hizo eco de esta seductora doctrina profundizando aún más este insano criterio sosteniendo que "*... no es dudoso que en alguna medida, el legislador ha sometido a los directores al riesgo empresario, y más concretamente, ha vinculado a la ganancia del ejercicio la remuneración ...*" (voto del Dr. Cuartero).

Si pesa sobre el director asumir un riesgo análogo al del accionista ¿qué diferencia habrá entre ocupar el cargo de director y ser socio?. Lo cierto es que detrás de estos fallos subyace la idea de que el legislador quiso someter a los directores al riesgo de empresa. Tengo para mí la fuerte sospecha que tal interpretación parte de dos creencias: (i) que el art. 261 prevé un sistema de participación en las ganancias y, (ii) que la remuneración del director está condicionada al éxito de su gestión<sup>18</sup>. En mi opinión ni lo uno ni lo otro.

Quien asume la gestión social siendo su única responsabilidad obrar de manera leal y diligente conforme al estándar de un buen hombre de negocios (arts. 59 y 274) no puede condicionar el monto, ni el pago de su honorario al resultado económico de la empresa<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> "*Los directores no tienen derecho a reclamar retribución alguna pues para ello sus honorarios no son la contrapartida de la función cumplida, sino, el resultado de su gestión*". ¿Es cierto esto?. Vid., fallo "*Rievire*" ya citado.

<sup>19</sup> "*sobre los administradores de las sociedades anónimas no pesa ninguna obligación de asegurar el éxito económico de la empresa que administran. La validez de esta afirmación no reside en la distinción entre obligaciones de medio y de resultado sino en la propia configuración de las relaciones en el seno de las sociedades anónimas. En estas relaciones está claro que el riesgo de quiebra de la sociedad lo asumen los accionistas, al igual que son ellos, quienes reciben en su caso los beneficios ...*". Vid., por todos ORIOL LLEBOT MAJO, José. "*Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*". Estudios de Derecho Mercantil. Ed., Cívitas. Madrid. España. En igual sentido

La excepción a este principio universal es que el director opte por ser remunerado bajo un sistema de participación en las ganancias. Tal hipótesis se da en nuestro Derecho en el art. 71 de la LSC<sup>20</sup>.

#### 4. Riesgo empresario. Responsabilidad del director y acción de repetición

Frente a este desfavorable criterio jurisprudencial el director asume, paradójicamente, un riesgo mayor que capital puesto que mientras el accionista puede dejar de percibir o postergar (voluntaria o forzosamente) su expectativa al dividendo durante uno, dos o tal vez más ejercicios; hasta incluso perder toda su inversión o serle requerido el reintegro del capital (y éste es el verdadero sentido del llamado "capital de riesgo")<sup>21</sup>; el director ejecutivo de nuestra SA está

TUSQUETES TRIAS DE BES, Francisco. "*...el administrador, en definitiva, debe actuar en forma competente en el desempeño de su función, sin que necesariamente ello comporte el éxito económico de la gestión, puesto que, como es bien sabido, la obligación de administrar no es de las llamadas de resultado*". Vid., "*La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital...*". Estudios de Derecho Mercantil. Ed., Cívitas. Madrid, 1998. Entre nosotros puede consultarse a GAGLIARDO, Mariano. "*La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*". Ed., Abeledo Perrot. Bs As. 1984 quien sostiene que el director asume una obligación de medio.

<sup>20</sup> En efecto, el art. 71 de la LSC al disponer "*cuando los directores ... sean remunerados mediante participación en las ganancias ...*" nos está diciendo dos cosas: (i) que ésta es una forma de pago de honorarios diferente al previsto en el art. 261 y, (ii) subyace un acuerdo entre la sociedad y el administrador.

<sup>21</sup> Nótese que aún perdiendo el accionista la totalidad del capital invertido el riesgo empresario estará limitado exclusivamente al capital aportado por el propio régimen de limitación de responsabilidad del tipo; salvo que le sea requerido el reintegro de capital conforme art. 96, 193 y 233 de la LSC. Sobre el alcance del límite de responsabilidad en nuestra LSC frente a la pérdida del capital puede consultarse VAN THIENEN, Pablo "*Pérdida del capital social: ¿reintegro, aumento u operación bandoneón?*". Revista de las Sociedades y Concursos. Ed., Ad-Hoc., Vol. 27., pag. 81.

llamado a poner a riesgo su principal y, tal vez, única fuente de ingresos aún cuando haya obrado de manera leal y diligente.

Es falso sostener que el administrador societario tenga la obligación profesional de generar ganancias durante su gestión<sup>22</sup> puesto que si partimos de esta falaz premisa deberíamos concluir también que si un negocio arroja pérdidas éstas son consecuencia directa y necesaria del obrar negligente o desleal del administrador.

Más aún, llevando el ejemplo al extremo de una administración grosera, culposa y hasta dolosa el director tampoco asume el riesgo del negocio. El único riesgo que asume es el de la responsabilidad solidaria e ilimitada.

Repetir contra el director ejecutivo (que cumple funciones permanentes obrando con lealtad y diligencia) la remuneración razonable percibida de buena fe por haber excedido los límites del párrafo 4º del art. 261 viola elementales normas de Derecho y principios de justicia. Un ejemplo me basta: mientras el accionista puede cobrar el dividendo percibido de buena fe sin que por ello pueda ser atacado (argumento del art. 225); el director ejecutivo que percibe su remuneración de buen fe en la creencia de que la sociedad "paga una obligación" verá amenazada su retribución bajo el entendimiento de que la limitación del art. 261 implica subordinarlo a las ganancias y asumir el riesgo de empresa<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> "Que una sociedad sea relevante económicamente, no significa que en algún ejercicio pueda obtener pequeñas ganancias, si así ocurre, el directorio - que no es ajeno a ese resultado - no puede obtener como remuneración vinculada a las ganancias más de lo que la norma legal establece". Vemos como esta doctrina sujeta el monto de honorarios al resultado del ejercicio. Vid., por todos "Lieberman, José c. Guardería Neptuno SA". C.N.Com; sala A. Rep. LL, XLII, J-Z, 2438, sum 32.

<sup>23</sup> Para esta afirmación parto de la tesis contractualista. Entre sociedad y director hay un contrato de administración donde el director se obliga

Lo cierto es que en nuestro Derecho el acreedor puede repetir el pago cuando hay error de hecho o de derecho alcanzando sus efectos al deudor de buena o mala fe. También se puede repetir cuando la obligación careciere de causa, o ésta fuere ilícita<sup>24</sup>. Me pregunto: ¿se dan estos supuestos en el pago de honorarios a directores?. La respuesta no puede ser otra que la negativa. Me explico:

En primer lugar descarto el pago por error o falsa causa. Me ceñiré únicamente al pago ilícito. Si el honorario pagado al director fue aprobado por la asamblea de accionistas aquel sólo puede ser atacado mediante la debida acción de impugnación contra la decisión social y dentro del plazo de caducidad de tres meses (art. 251). Habiendo una decisión social inválida la responsabilidad solidaria e ilimitada recae exclusivamente sobre los accionistas que la votaron, y no, sobre el director ejecutivo que percibió una remuneración justa y razonable (art. 254).

En mi opinión, el único honorario pasible de ser repetido contra el director es aquel percibido en violación de su deber de lealtad (arts. 59 y 274); o sea, el honorario *irrazonable, desmedido o exagerado* cobrado a expensas de la sociedad y que implique, en el sentir de la doctrina estadounidense, un "Waste of Corporate Assets"<sup>25</sup>.

a realizar una determinada actividad por cuenta de la otra y, ésta se obliga en contraprestación a pagar una retribución. Esta tesis es sostenida por autores de la talla de MINERVINI, Gustavo. Vid., la célebre monografía "Gli amministratori di società per azioni". Milano. 1965 y entre los autores españoles puede consultarse a POLO SÁNCHEZ, Eduardo. "Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima" en Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles. Vol. VI. Madrid, 1992.

<sup>24</sup> Vid., arts 784 y ss del CC.

<sup>25</sup> Acerca de la definición de *Waste of Corporate Assets*, vid., THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance*. Vol. I. St Paul, 1994 bajo la siguiente definición: "A transaction constitutes a waste of corporate assets if it involves an expenditure of corporate funds or disposition of corporate assets for which no consideration is received in exchange and for which there is no rational business purpose, or, if

#### IV. El límite sobre las ganancias. Incoherencias del sistema.

##### 1. ¿Porqué fijar límites?

Fijar un techo a la remuneración del director es materia de preocupación del Derecho universal; y quizás no esté mal que así sea. Sin embargo, aún cuando uno explora otros Derechos no logra encontrar nada parecido a nuestro art. 261. Me atrevo a decir que esta norma es un ejemplar único, una rara *avis*, o hasta un ejemplar exótico<sup>26</sup>. En general en el

---

*consideration is received in exchange, the consideration the corporation receives is so inadequate in value that no person of ordinary sound business judgment would deem it worth ...".*

<sup>26</sup> **ESPAÑA:** La retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos. Cuando consista en una participación en las ganancias, sólo podrá ser detráida 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. **FRANCIA:** La ley de sociedades anónimas francesa sólo exige fijar una retribución al director por asistencia a las reuniones de directorio llamadas "*jetons de présence*". En 1979 se derogó el sistema de remuneración mediante participación en las ganancias "*antièmes*". **PORTUGAL:** El Código des *Sociedades Comerciais* sólo se limita a fijar criterios para la remuneración de directores estableciendo que se debe tener en cuenta (1) las funciones desempeñadas y (2) la situación económica de la sociedad. **ITALIA:** El *Código Civile* dispone que las remuneraciones y participaciones en los beneficios correspondientes a los miembros del consejo de administración y del comité ejecutivo serán establecidos por acto constitutivo o por asamblea. La remuneración de los administradores investidos de particulares cargos, de conformidad con el acto constitutivo, serán fijadas por el consejo de administración, oído el parecer del colegio sindical. **INGLATERRA Y EEUU:** Ni la *Companies Act* de 1995; ni el *Model Business Corporation Act* aplica

sistema comparado el monto de honorarios a directores no admite cortapisas más allá del límite propio impuesto por la razonabilidad; y su pago, no acepta subordinación sobre las ganancias o dividendos<sup>27</sup>. Para estos Derechos el director nunca asume el alea del negocio. Éste es propio y exclusivo del accionista.

La ley de sociedades uruguaya que en este tema aparenta haber seguido nuestro modelo, lo cierto es que lo rechaza frontalmente excluyendo cualquier tipo de límite para el caso de directores

---

límite alguno. **ALEMANIA:** Permite la participación en los beneficios como forma de remunerar a los directores. También admite la remuneración mediante sueldos siendo ambos sistemas acumulables. Compete al consejo de vigilancia determinar la razonabilidad de la remuneración teniendo en cuenta las funciones desempeñadas por el director. **BRASIL:** La ley de sociedades de Brasil expresamente dispone que "A assembléia geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive beneficios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado. 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em vinte e cinco por cento ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem um décimo dos lucros (art.190), prevaleciendo o limite que for menor. 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório de que trata o art. 202. **CHILE:** 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. **MEXICO:** Corresponde a la asamblea ordinaria de accionistas determinar los emolumentos correspondientes a los administradores y comisarios, cuando no hayan sido fijados en los estatutos.

<sup>27</sup> Salvo cuando la remuneración sea mediante participación en las ganancias como lo veremos más adelante.

ejecutivos<sup>28</sup>. El Derecho comparado nos permite advertir que la remuneración del administrador societario no tiene límites más allá de la razonabilidad<sup>29</sup>.

2. Sigue ... ¿cuál es la ganancia para fijar el límite?

**F**ijar límites a la remuneración del director que fuera del precio razonable de mercado merece a esta altura serios reparos.

El sistema ideado por el art. 261 ha sido fuente inagotable de múltiples interpretaciones y tierra fértil para el conflicto societario. Hasta tanto no se reforme este dispositivo queda al intérprete la ardua tarea de reinterpretarlo. Veamos:

¿Es cierto que el límite del 25% de las ganancias debe calcularse sobre las ganancias del ejercicio?

La idea de limitar los honorarios del director al 25% de las ganancias del ejercicio se encuentra muy enquistada entre nosotros y entre nuestra más aquilata doctrina. Lo cierto es que el término *ganancias* (a secas) no es un claro indicativo de que sea, imperativamente, las del ejercicio. Aquí mis razones:

---

<sup>28</sup> "... 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 retribuciones que como tales podrán recibir el administrador o los directores en conjunto, excluido sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico administrativas de carácter permanente, podrá exceder el 10% de las ganancias en el primer caso y el 25% en el segundo ...".

<sup>29</sup> Me permito discrepar con el criterio de la CNCom., sala A en autos "*Preinl Boguslav c. Manufacturas Argentinas de Porcelana SA*" donde el Tribunal sostuvo que "... las limitaciones impuestas por el art. 261 tienen correlativa expresión en la legislación comparada ...".

La Exposición de Motivos al tratar sobre este punto nos dice "... la retribución de los directores se limita al máximo del 25% de las *utilidades*, pagadera en proporción a las que se distribuyan a los accionistas ...". Sin embargo, el art. 261 expresamente limita aquel tope al 25% de las *ganancias*. ¿Son sinónimos ambos conceptos?

Siguiendo a SASOT BETES Y SASOT la ganancia es el resultado positivo del cuadro de resultados, mientras que el beneficio es el efectivo incremento patrimonial acusado en el balance y, la utilidad la parte de aquellos beneficios que la asamblea decide distribuir como dividendos a los socios<sup>30</sup>.

Esto quiere decir que mientras la ganancia es el resultado positivo de la cuenta de ganancias y pérdidas, la utilidad sería algo así como la parte de aquellas ganancias (del ejercicio y las acumuladas) repartidas como dividendos. O sea, según la Exposición de Motivos y los autores citados el tope de honorarios debería calcularse, además, sobre las ganancias pasadas a reserva (Resultados No Asignados).

Así las cosas, vemos como la noción jurídico contable de utilidad es mucho más dilatada que la de ganancia siendo éste el término elegido por quienes redactaron la norma<sup>31</sup>. Y esta diferencia no es meramente semántica como trataré de demostrarlo.

Veamos qué sucede frente a la situación más extrema; o sea, quebrantos:

Aún frente a quebrantos contables la sociedad podría contar en su haber con ganancias acumuladas. Me pregunto: ¿sobre qué ganancias

---

<sup>30</sup> Vid., sobre el particular SASOT BETES Y SASOT "*Los dividendos*". Ed., Ábaco de Rodolfo de Palma. Bs As 1985, pag., 7.

<sup>31</sup> No me pasa inadvertido que la fuente inmediata del art. 261 fueron las Normas de la CNV que expresamente hacían referencia a la noción de "*utilidad neta del ejercicio*". Lo cierto es que la LSC refiere a "*ganancias*" y la Exposición de Motivos a "*utilidad*" a secas y sin distinción.

debemos calcular el tope?, ¿corresponde limitarlo sólo a las ganancias del ejercicio cuando la gestión leal y diligente del director fue el factor determinante en la formación de esas reservas fortaleciendo el patrimonio en beneficio del interés social?, ¿acaso no fueron los propios accionistas quienes resolvieron formar dichas reservas postergando sus dividendos? Es decir, el director genera las ganancias y los socios las disponen.

Si excluimos las ganancias reservadas de la base de cálculo llegamos a la siguiente conclusión: mientras los accionistas pueden percibir su dividendo repartiéndose como utilidad todo o parte de los beneficios: *utilidades*, la remuneración del director ejecutivo no correrá la misma suerte pues aún repartiéndose dividendos, si el ejercicio arrojó quebrantos, la remuneración quedará encuadrada dentro de la hipótesis de "inexistencia de ganancias" (párrafo 4º) pudiendo aquel ser obligado a restituir a la sociedad las sumas percibidas en exceso como consecuencia de la doctrina jurisprudencial que comenté al inicio.

Lo cierto es que cuando en la LSC se menciona a las *ganancias*, aquella lo hace en sentido amplio abarcando no sólo las ganancias líquidas y realizadas del ejercicio sino también las pasadas a reserva (un claro ejemplo de ello puede verse en los arts. 1, 65.h, 66.2.4, 68, 70, 71, 218, 220.2, 223, 234, entre otros)<sup>32</sup> y, como regla de interpretación de la leyes nuestro Máximo Tribunal ha dicho en forma pacífica y reiterada que "*... por encima de lo que las leyes parecen decir literalmente, es propio de la interpretación indagar lo que ellas dicen jurídicamente, es decir en conexión con las demás normas que integran el ordenamiento del país. En esa indagación, si bien no cabe prescindir totalmente de las palabras de la ley, tampoco cabe atenerse rigurosamente a ellas, cuando la interpretación sistemática y razonable así lo requiere...*"<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Si nos tomamos el trabajo de leer detenidamente el art. 71 veremos cómo en este caso se haría una expresa referencia a las ganancias del ejercicio.

<sup>33</sup> CSJN, Fallos 243:46; 241:267; 258:17, entre otros.

Si seguimos creyendo que el tope debe calcularse sobre la ganancia del ejercicio halla en esa creencia una fuerte contradicción. Veamos:

Mientras el art. 261 admitiría por un lado el pago de dividendos a los accionistas (con cargo a las ganancias líquidas y realizadas del ejercicio más las pasadas a reservas), por el otro, restringiría el monto de honorarios a la ganancia del ejercicio. O sea, el vocablo *ganancias* tendría aquí dos significados dependiendo de uno u otro supuesto; situación ajena a cualquier regla de sana interpretación.

Por lo tanto limitar (y menos condicionar o subordinar) los honorarios del director a las ganancias (y menos a las del ejercicio) es una interpretación que no se ajusta a Derecho pues tales extremos no emergen del texto expreso del art. 261<sup>34</sup>.

3. *Sigue ... ganancia, utilidad contable y utilidad computable ¿son sinónimos?*

**N**o, no lo son. Veamos porqué:

a) *La ganancia según el art. 261 de la LSC*

"El estatuto podrá establecer la remuneración del directorio y del consejo de vigilancia, en su defecto, la 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

<sup>34</sup> En contra *vid.*, por todos el fallo "Dristel SA c. Nougués Hnos SA" de la C.N.Com., sala D donde el Dr. Cuartero afirmó que "*... no es dudoso que en alguna medida el legislador ha sometido a los directores al riesgo empresario, y más concretamente, ha vinculado la remuneración a las ganancias del ejercicio...*"

*aquel límite cuando se reparta el total de las ganancias ..."* .

Siguiendo con el ejemplo anterior, si el ejercicio arrojó un quebranto de \$100 y la sociedad cuenta en su haber con reservas libres por \$1000 y los socios deciden distribuir como dividendos \$400, luego de absorber las pérdidas, si seguimos la doctrina imperante la remuneración de nuestro director (cualquiera fuere la cifra) quedará encuadrada en una situación de ganancia inexistente: ¿es cierto esto?

El 2do párrafo del art. 261 expresamente dispone "... dicho monto máximo (...) se incrementará proporcionalmente (...) cuando se reparta el total de las ganancias ...". Sin duda, esas ganancias son tanto las del ejercicio como las pasadas a reserva; o sea, *utilidades*.

La interpretación del art. 261 que vengo proponiendo permite que este dispositivo readquiera una mayor consistencia normativa pues el tope de los honorarios no se fijará sólo sobre el resultado del ejercicio (que como hemos visto puede ser negativo); sino, también sobre las ganancias acumuladas (si existieran)<sup>35</sup> lo que permitiría remunerar al director evitando el escollo del exceso, máxime con la doctrina vigente del riesgo empresarial para el director ejecutivo.

Si se acepta esta forma de reinterpretar el art. 261 nos daremos cuenta que los términos *inexistencia de ganancias* o *ganancias reducidas* adquieren, ahora, una mayor coherencia normativa puesto que tal inexistencia de ganancias no podría ser otra que la total ausencia de reservas de libre disponibilidad, situación de extrema gravedad que justifica alertar a los accionistas mediante la inclusión del exceso como un punto expreso del orden del día. Igual criterio respecto de la situación de ganancias acumuladas reducidas<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> En contra SASOT BETES - SASOT. Vid., por todos. "*Los dividendos*", pag. 366 y sgtes.

<sup>36</sup> Adviértase que aún frente a la inexistencia de ganancias acumuladas pero con ganancias reducidas

No faltará quien diga que esta forma de pensar el art. 261 alentaría la indiscriminada formación de reservas en perjuicio de los accionistas minoritarios. A esta crítica debo responder que quienes deciden la política de dividendos o reservas son los socios y no el administrador. Éste sólo podrá aconsejar uno u otro camino. La palabra final la tienen los dueños del capital. Por otro lado debo decir que el art. 261, en su actual interpretación, ha demostrado ser una ineficiente herramienta de protección del derecho al dividendo ... sigamos ...

Puede ocurrir que una sociedad obtenga una ganancia reducida de \$1.000, y que por este preciso motivo los socios decidan reinvertirla totalmente contando la sociedad en su patrimonio con ganancias reservadas por, digamos, \$1.000.000. Si aceptamos la interpretación seguida en forma unánime por nuestra más calificada doctrina el monto de honorarios dentro del límite será de tan sólo \$50. Si optamos por la interpretación amplia aquel límite deberá ser de \$50.000. La diferencia salta a la vista.

Nuestra doctrina dirá que la ganancia real del ejercicio fue \$50.000 y argumentarán que los directores han sustraído ganancias vía honorarios. Lo cierto es que si la cifra de \$50.000 representa el valor razonable de mercado para contratar a un director ejecutivo, profesional, probo y diligente aquel monto de honorarios es lisa y llanamente un gasto de explotación y no un dividendo encubierto y, menos, una participación en las ganancias.

Si adherimos a la interpretación restrictiva la ganancia del ejercicio será reducida y por lo tanto el monto de honorarios habrá excedido los límites del párrafo 4º del art. 261 pudiendo el director ser obligado a reintegrar a la sociedad \$49.950 ... con más sus intereses (!)<sup>37</sup>.

del ejercicio el director podrá ser remunerado vía art. 71 a pesar de contar la sociedad con quebrantos acumulados. Este caso será analizado más adelante.

<sup>37</sup> Para la CNV la ganancia reducida a la que hace referencia el párrafo 4º del art. 261 debe ser interpretada en sede de la anónima cotizadas como: *utilidad*

Soy conciente que no cuento con mucho apoyo en esta forma de pensar. Tanto la ley del impuesto a las ganancias como las Normas de la Comisión Nacional de Valores permiten creer que el art. 261 hace expresa referencia a la ganancia del ejercicio. Aún admitiendo que esas disposiciones hacen una clara y precisa referencia a la ganancia del ejercicio, aquellas no logran conmovir mis reflexiones. Me explico:

- b) *La utilidad contable según la ley del impuesto a las ganancias*

La ley de este impuesto expresamente dispone que se computará como gasto deducible para la sociedad el monto de honorarios de director (...) hasta el 25% de la *utilidad contable del ejercicio*, o hasta computar \$12.500 por director, el que resulte mayor.

Esta ley hace referencia a la utilidad contable (del ejercicio) adhiriendo a la tesis restrictiva. Pero una cosa es el tratamiento del honorario a los efectos del tributo y otra muy distinta interpretar que la ganancia del art. 261 deba ser, también, la ganancia del ejercicio.

---

*reducida.* Se entiende por utilidad reducida aquella que represente una rentabilidad sobre el patrimonio neto ("*Return Over Equity*") inferior a la normal en la actividad empresarial, considerando el rendimiento promedio de otras variables de inversión de capital existentes en el mercado. La C.N.V. vuelve a insistir en este punto ligando a la utilidad computable (ganancia del ejercicio) con la utilidad reducida (del ejercicio). Pero ya no se trata de una ganancia reducida teniendo en cuenta el monto de los honorarios pagados a los directores (criterio del párrafo 4º), sino, en función de haber obtenido la sociedad durante el ejercicio una rentabilidad sobre el patrimonio neto inferior a la normal de la actividad empresarial. Esto quiere decir en buen romance que aún cuando las ganancias del ejercicio hayan alcanzado para remunerar a los directores dentro del límite del párrafo 2º del art. 261, si dichas ganancias califican como "utilidad reducida", el monto de honorarios quedará encuadrado dentro del exceso del párrafo 4º. Un verdadero dislate!!.

Frente a la interpretación amplia que propongo la solución operaría de la siguiente manera: si en uno o más ejercicios el balance arroja quebrantos contando la sociedad aún con ganancias reservadas en su haber, (luego de compensarlas) el límite del art. 261 debería computarse sobre aquellas ganancias reservadas. Ahora bien, frente a la ley del impuesto los honorarios pagados al director como gasto de explotación quedará alcanzado al 100% por el tributo puesto que el exceso sobre la utilidad contable se producirá inexorablemente.

O sea, frente al Fisco se aplica el límite del 25% sobre las ganancias del ejercicio no pudiendo la sociedad deducir como gasto el honorario, mientras que frente al art. 261 el monto de honorarios pagados podría no estar todavía encuadrado en el exceso del párrafo 4º.

Reitero, una cosa es el exceso de la utilidad contable en los términos de la ley del impuesto a las ganancias (criterio fiscalista si se quiere) y otra muy diferente el exceso de la ganancia bajo el art. 261.

Lo llamativo del régimen impositivo es que el monto de la remuneración en exceso será considerada para el beneficiario como ganancia no gravada. Por lo tanto, mientras la sociedad sólo deduce como gasto el monto de honorario pagado dentro del límite, el director sólo paga impuesto a las ganancias sobre las sumas recibidas dentro de ese límite. Se confirma así la idea, a mi modo de ver equivocada, de que el art. 261 es un régimen de participación en las ganancias por su tratamiento similar al dividendo respecto de las sumas en exceso.

- c) *La utilidad computable según las normas de la C.N.V.*

Para este organismo la ganancia a la que hace referencia el art. 261 debe ser interpretada en sede de la anónima cotizada como: *utilidad computable*.

Se considera utilidad computable al resultado del ejercicio neto de impuestos, más o menos los ajustes de ejercicios anteriores y previa absorción

de las pérdidas acumuladas. Calculada la reserva legal sobre la base de lo expuesto, se deducirá del subtotal obtenido, más el monto por retribución a los directores (...) afectados al estado de resultados.

$$\boxed{RN - (\text{ajustes} - \text{res leg}) + Rd = UC}$$

La C.N.V. también hace aquí referencia a la ganancia del ejercicio siguiendo un criterio similar al de la ley del impuesto a las ganancias.

Lo llamativo de esta Norma es que los honorarios forman parte de la *utilidad computable*. O sea, nos confirma la tesis de que la remuneración es una suerte de ganancia distribuida, o una especie muy particular de participación en las ganancias<sup>38</sup>.

## V. Los deberes de conducta como fundamento de la remuneración del director.

El fundamento de incorporar en la LSC el deber de obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios como patrón de conducta debida (arts. 59 y 274) podría encontrarse en el conflicto de intereses que presenta, de ordinario, el interés particular del director y el interés social. Y a no dudar, la remuneración pone en jaque ambos intereses.

Frente a esta permanente tensión los deberes de conducta intentan disuadir al director para que por sobre su interés particular prevalezca, siempre, el interés social. La violación a estos deberes hará incurrir al administrador en responsabilidad ilimitada y solidaria si con su actuación causa un perjuicio al patrimonio social

<sup>38</sup> En efecto, tal interpretación surge del art. 261 cuando expresa: "a los fines de la aplicación de esta disposición, no se tendrá en cuenta la reducción en la distribución de dividendos resultante de deducir las retribuciones del directorio ..."

(arg., art. 274). Éste es el riesgo propio y natural del cargo, y no, el riesgo empresario.

Ahora bien, ¿qué relación hay entre estos deberes y la remuneración del director? Veamos:

El deber de obrar con la diligencia de un buen hombre de negocios conlleva en sí una evidente carga de profesionalidad exigiendo al administrador una mayor atención a los asuntos relacionados con la gestión del patrimonio social. O sea, con este deber la ley disuade al administrador para que dedique más tiempo a la gestión de la hacienda empresaria que a su propio interés personal.

En cambio, el deber de lealtad (que tiene sus fuente en el principio universal de la buena fe negocial) intenta evitar que el director, por más diligente y probo que sea, obtenga algún beneficio para sí o para terceros a expensas de la sociedad. La finalidad perseguida por este patrón de conducta no es otro que el evitar el conflicto de interés y cuando éste se presente el director haga prevalecer el interés social por encima del suyo. Es por ello que la LSC impone un régimen de responsabilidad agravado (art. 274).

Entiendo que la traslación al administrador social del riesgo empresario trastoca estos principios esenciales de responsabilidad puesto que, como ya lo he pronunciado antes, pesa sobre el administrador social el único deber de obrar con lealtad y diligencia; y no, el deber de generar ganancias ni tampoco, lograr el éxito empresario<sup>39</sup>

<sup>39</sup> "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". Vid., por todos GARRETA SUCH, José. "La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de sociedades". Madrid, 1994; POLO SÁNCHEZ, Eduardo. "Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima."; en Comentario al régimen legal de sociedades mercantiles. Vol. VI. Madrid 1992; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. "Administradores"; en Comentarios a la ley de sociedades anónimas. Vol. VI.

¿Qué relación hay entre el deber de lealtad y la remuneración del director?

El deber de lealtad quiere evitar que el director obtenga para sí o a favor de un tercero algún beneficio a expensas del patrimonio social; o sea, generándole al ente un sacrificio económico por encima del normal de mercado, o que, aún cuando el sacrificio sea el normal de mercado aquel sea absolutamente innecesario para la sociedad (art. 271). Aquí nos enfrentamos a un típico caso de administración desleal.

Ahora bien, ¿una remuneración prudente y razonable (despojada de todo límite legal) es un beneficio que el administrador obtiene a "expensas" de la sociedad? Creo entender que no, muy a pesar de nuestro artículo 261.

Lo cierto es que frente a un honorario pactado a valores de mercado teniendo en cuenta para ello aspectos objetivos (de la sociedad) y subjetivos (del director) no nos enfrenta a un real conflicto de interés pues dicha remuneración se fijó ponderando ambos intereses: el social y el individual del director. Si esto es así, el propio art. 261 genera un conflicto donde no lo hay.

¿Qué relación existe entre el deber de diligencia y la remuneración del director?

Limitar la remuneración a las ganancias (del ejercicio) variándolo en función de los dividendos declarados tiene una íntima relación con el deber de diligencia.

La doctrina del riesgo empresario pretende "castigar" al administrador que no ha logrado beneficios económicos. Discrepo con esta postura pues como vengo expresando no pesa sobre el administrador social la obligación de generar ganancias; como tampoco pesa sobre sus

espaldas la obligación de aprobar el pago de dividendos a los accionistas (art. 68 y 224) y menos aún la formación de reservas (art. 66 y 70). Su única obligación es la de gestionar la hacienda mercantil obrando con la prudencia y la diligencia de un buen hombre de negocios haciendo prevalecer el interés social por encima de su interés particular (art. 59).

Y aquí se nos presenta un problema pues no contamos (y nunca contaremos) con un catálogo de conductas "diligentes" que nos permita precisar con objetividad cuándo un director obró conforme esta conducta debida. Sin embargo, sabemos que el director debe conducir la gestión social teniendo siempre como norte el interés común de todos los socios. Y aquí se nos presenta el segundo problema; en mi opinión, un dilema<sup>40</sup>: ¿será el reparto indiscriminado de dividendos el interés común de todos los socios?, ¿será la permanente formación de reservas?, ¿será la generación de ganancias económicas?, ¿será la generación de ganancia del ejercicio?, ¿cuál será?

Limitar la remuneración a las ganancias del ejercicio y a los dividendos declarados es una fórmula perversa que provoca inexorablemente los siguientes efectos negativos: (i) actúa como incentivo para registrar en los estados contables ganancias ficticias, (ii) alienta la recomendación de políticas de dividendos irracionales e indiscriminadas, (iii) incentiva la contratación de otros servicios prestados por el director ajenos a sus funciones, (iv) motiva conductas abusivas por parte de las mayorías compactas, (v) promueve el abuso de minorías extorsivas. El resultado: lesión al interés social y pérdida de valor para los accionistas.

## VI. Conflicto de interés y teoría de la agencia.

Madrid, 1994. Entre nosotros puede consultarse a GAGLIARDO, Mariano. "Responsabilidad de los directores ...". Ed., Abeledo Perrot. Bs As. 1984.,

<sup>40</sup> Para una mejor ilustración sobre el dilema que se presenta ante la política de dividendos, formación de reservas y el régimen de honorarios del art. 261 *vid.*, VAN THIENEN, Pablo A., ob., cit.

El conflicto de interés entre el derecho a la remuneración y el derecho a los dividendos puede analizarse desde la perspectiva de la "Teoría de la Agencia" de amplio predicamento en la doctrina estadounidense y continental europea<sup>41</sup>.

Esta teoría considera a la empresa como un complejo entramado de relaciones contractuales entre los diferentes actores que intervienen (vrg., accionistas, directores, clientes, proveedores, empleados, etc). Cuando la hacienda empresarial adquiere personería jurídica bajo la forma de sociedad, ésta constituye el nexo de referencia del conjunto de todas las relaciones contractuales. Estas relaciones contractuales son las que generan los costes de agencia. Incluso esta teoría en su expresión más extrema sostiene que los tipos sociales tienen por objetivo final reducir esos costes haciendo más eficiente las relaciones contractuales.

Los costes más relevantes en este modelo son los que surgen de las relaciones contractuales entre los accionistas (el principal) y los administradores (agentes) al pretender, respectivamente, sus máximos beneficios. Por lo tanto, principal y agentes se encuentran en permanente conflicto de interés. La solución a esos conflictos genera unos costes, denominados, *costes de agencia*.

La sociedad será eficiente cuando los costes de agencia (es decir los recursos empleados para solucionar el conflicto de interés) sea inferior a los beneficios que genera. Por lo tanto, es función del Derecho establecer los mecanismos para que se alcance el resultado más eficiente para ambas partes de esta relación conflictiva.

<sup>41</sup> Esta teoría fue desarrollada por COASE, Roland., en su célebre obra *"The Nature of the Firm"*. Ed., ICE, 1980. También puede consultarse a POSNER, Richard., *"Economic Analysis of Law"*. Boston, 1993; EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. *"The Economic Structure of Corporate Law"*. Cambridge. 1991.

Según esta teoría, la solución más eficiente será la que permita alinear mejor el interés particular del director con el interés social mediante un sistema de remuneración que recompense a los administradores sociales por maximizar los beneficios creando valor para los accionistas.

Bajo estos ricos conceptos encuentro en el art. 261 un escollo insalvable para alinear el interés del director con el interés social, pues atar la remuneración a las ganancias y dividendos es una fórmula explosiva que ha demostrado ser ineficiente como norma protectora del interés social<sup>42</sup>.

## VII. La remuneración razonable como único límite.

Una remuneración adecuada, o sea, destinada a compensar la justa retribución del director no puede estar limitada y menos condicionada a las ganancias y a la política de dividendos por dos razones fácilmente comprensibles: (i) los socios pueden resolver seguir una política de dividendos restrictiva durante uno, dos o más ejercicios siendo ésta una decisión social ajena a la voluntad del director ejecutivo (art. 66.3 y 70) y, (ii) el monto de la ganancia del ejercicio podría ser reducida o inexistente en comparación con el monto de honorarios.

Lo cierto es que la situación de excepción prevista en el párrafo 4º del art. 261 se ha transformado prácticamente en un formulismo habitual en casi todas las asambleas ordinarias anuales de las sociedades nacionales pues ciertamente el límite legal no alcanza a cubrir un honorario razonable; salvo en muy contados casos. Y a nadie se le escapa que dicho formulismo en

<sup>42</sup> Sobre este tema puede consultarse VAN THIENEN, Pablo *"Creación de valor para el accionista, el riesgo empresario y el régimen de remuneración del director en la SA."* Rev., ED, 10.03.2003

nada ayuda a solucionar el problema generando abusos por doquier.

Ha sido esta práctica mercantil la que llevó a nuestros magistrados a sentar la riesgosa doctrina del "riesgo empresario" sin advertir que, de persistir esta postura, el remedio será peor que la enfermedad.

El verdadero límite para fijar la remuneración del director no está en las ganancias, ni mucho menos en los dividendos declarados; sino, en la *razonabilidad* de dicha remuneración, pudiendo tomarse como primer parámetro de esta razonabilidad el precio normal de mercado con fundamento en la doctrina del art. 271 de la LSC<sup>43</sup>.

Conocer una remuneración razonable no es algo oculto ni privativo de los Dioses. Esta información está disponible y al alcance de cualquier mortal que quiera conocer cuánto está pagando el mercado por un director en una compañía determinada, en una industria o sector determinado, según el tipo de funciones asumidas, edad, formación, idiomas, etc <sup>44</sup> y éste debería ser, en mi opinión, el *test de razonabilidad* que los jueces deberían seguir.

Cuando la remuneración del director (aprobada por los accionistas) sea irrazonable en función de determinados parámetros objetivos

<sup>43</sup> En este sentido comparto la opinión de MATTA Y TREJO, Guillermo. Vid., "*La remuneración de los directores de sociedades anónimas. Necesidad de un replanteo normativo y doctrinario*". Rev., ED, 3.09.02.

<sup>44</sup> Lo cierto es que el criterio adecuado que debieron seguir nuestros Tribunales en los fallos que vengo comentando debió haber sido cuánto pagaron de honorarios las sociedades Riviere e Hijos SA, Editorial Atlántida SA y Nougés Hnos SA comparado con cargos en compañías parecidas o por similares funciones o responsabilidades. Reitero, esa información está disponible. Vale la pena recordar en este sentido en el caso "*Vaccari de Gilbert c. Gilbert SA*" la CNCom., donde sala D dejó traslucir este sano criterio que pasó inadvertido en los sucesivos fallos.

(de la sociedad) y subjetivos (del director) nos encontraremos frente a un claro conflicto de intereses siendo responsables solidarios los socios que aprobaron tales remuneraciones en violación del interés social. Dicha irrazonabilidad podría estar fundada en un ejercicio abusivo del derecho de voto (arts. 953 y 1071 del CC) habilitando la acción de impugnación del art. 251 cuyo plazo de caducidad será de tres meses o imprescriptible si el actor demuestra que el pago de honorarios tuvo por objetivo lesionar derechos patrimoniales.

Frente a este supuesto el director deberá restituir a la sociedad la remuneración en exceso más daños y perjuicios (art. 274) si se comprueba que el administrador infringió los deberes de diligencia y lealtad percibiendo un beneficio personal a expensas de la sociedad; situación que luce más patente en el caso del director - accionista.

## VIII. Participación en las ganancias y protección del dividendo en el derecho comparado.

La legislación comparada que hemos revisado nos confirma que sujetar la remuneración del director a las ganancias y a los dividendos es una verdadera falacia. Empero, cuando la remuneración del administrador comprende no sólo el sueldo y otras remuneraciones; sino, además, el derecho a participar en las ganancias de la sociedad, el dividendo cuenta con expresa protección legal.

A continuación algunos ejemplos que traigo del Derecho comparado para darnos cuenta de la absoluta disparidad de contenido entre estos sistemas y nuestro confuso, contradictorio y enigmático art. 261.

### 1. Brasil

La ley de sociedades brasileña expresamente dispone que "*A assembléa geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer*

natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado. 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em vinte e cinco por cento ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem um décimo dos lucros (art.190), prevalecendo o limite que for menor. 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório de que trata o art. 202"

### 2. España

La ley de sociedades anónimas española expresamente dice: "La retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos. Cuando consista en una participación en las ganancias, sólo podrá ser detrída 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"

### 3. Uruguay

La ley de sociedades uruguayas nos recalca que: " 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 retribuciones que como tales podrán recibir el administrador o los directores en conjunto, excluido sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico administrativas de carácter permanente, podrá exceder el 10% de las ganancias en el primer caso y el 25% en el segundo. Tales montos se limitarán al 5% cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas, incrementándose proporcionalmente a la distribución, hasta alcanzar aquellos límites, cuando se reparta el total de las ganancias. A los fines de la aplicación de esta disposición no se tendrán en cuenta la reducción de la distribución de dividendos resultante de deducir las retribuciones del administrador o del directorio. Ninguna retribución que signifique participación

en las utilidades de la sociedad podrá pagarse si antes no se hubiere ofrecido a los accionistas el pago del dividendo obligatorio<sup>45</sup>".

## IX. Participación en las ganancias y riesgo empresarial.

Quien se desempeña profesionalmente como director (sea ejecutivo o de asiento) no asume en nuestra LSC un riesgo análogo al del accionista<sup>46</sup>.

Esta situación sólo se presenta en el caso del art. 71. Esta norma dispone que "... los administradores, directores y síndicos pueden ser remunerados con un porcentaje de las ganancias ...", sin fijar tope, límite o techo alguno para tal porcentaje<sup>47</sup>.

El art. 71 no puede ser integrado con el art. 261 pues el primero no encaja perfectamente dentro del concepto de "... otras remuneraciones ..." del art. 261<sup>48</sup> y además son incompatibles en varios

<sup>45</sup> Aquí podemos detectar con evidente claridad la diferencia entre remuneración fija mensual o anual y participación en las ganancias.

<sup>46</sup> La sala B de la C.N.Com., sostuvo que " ... quienes aceptan desempeñarse profesionalmente en el cargo de director de una sociedad anónima, quedan vinculados con la suerte de la empresa en la que desarrollarán sus tareas, de modo que si los emprendimientos comerciales no resultan fructíferos, la retribución será en principio, acorde con los resultados ..." Sostuvo esta sala que " ... si bien el alea asumida no es la misma para quienes revisten el carácter de accionistas que para quienes se desempeñan como directores de la sociedad anónima, debe admitirse que la ley ha bonificado la postura que asevera que los directores, no obstante hallarse investidos del derecho a la remuneración, también asumen el riesgo de la empresa que, sin ser el de los accionistas, resulta análogo ...". Vid, por todos "Riviere de Pietranera c. Riviere e Hijos SA". LL,1997-A-134.

<sup>47</sup> En contra GAGLIARDO, Mariano. "Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas". Ed., Abeledo Perrot. Bs As. 1994. Pags, 446 y sgtes.

<sup>48</sup> SASOT BETES - SASOT entienden por remuneración el conjunto de las sumas que por todo concepto y como retribución por el desempeño del cargo percibe el director. Vid., "El órgano ....", pag. 253 y sgtes. O sea,

puntos<sup>49</sup>. En el derecho a participar de las ganancias se presenta nítidamente el elemento *riesgo* característico de los contratos aleatorios, contingentes o que contienen derechos participativos.

Una aclaración: Aún cuando el director decida tomar ese riesgo ... empresario ... (para estar a tono con la jurisprudencia que aquí cuestiono), la propia LSC admite que el director quede inmune, pues, la asamblea puede aprobar el pago de esas ganancias como honorario aún cuando no se cubran pérdidas de ejercicios anteriores, y sin que para ello deba alertarse a los

---

la participación en las ganancias quedaría excluida del concepto de remuneración cuando aquella no tenga por objetivo retribuir el desempeño del cargo sino lograr otros fines p.ej., mantener alineado el interés del director con el interés social. Una cosa es el sueldo o la remuneración por el desempeño del cargo que podrá ser una suma fija o variable, y otra muy distinta el derecho a participar de las ganancias de la sociedad administrada. Si bien ambas pueden confundirse, no necesariamente siempre es así. Tampoco podemos descartar que este derecho participativo pueda ser la única forma de compensar al director, si así lo pactaren las partes. Tampoco que la participación en las ganancias complemente otras formas mixtas de remuneración del director sin que por ello dicha participación deba integrar la base remunerativa a los efectos del límite del 261. Me pregunto: Si la sociedad otorgara a los directores empleados el bono del art. 230, ¿la participación de aquel bono quedará sujeto al límite del art. 261?

<sup>49</sup> El art. 71 al mencionar "cuando ... los directores sean remunerados ..." nos da la clara idea de un sistema de remuneración absolutamente ajeno al previsto en el art. 261. ¿Cuál sería el sentido de esta disposición si el propio art. 261 en su 4º párrafo habilitaría superar los límites frente a quebrantos contables?. Incluso el art. 71 nos da una clara pauta de que la participación en las ganancias puede ser tanto sobre las del ejercicio como las pasadas a reservas. Arribo a esta interpretación cuando la norma nos dice que la participación puede darse "... aún cuando no se cubran pérdidas anteriores". Ergo, frente a una situación de ganancias reservas sin quebrantos dicha participación podría alcanzar también a aquellas ganancias. Vid., VAN THIENEN, Pablo A.. "*Creación de valor para el accionista* ...".

accionistas mediante la incorporación de un punto expreso del orden del día y, sin importar si el director cumplía funciones técnico administrativas extraordinarias o integraba comisiones especiales.

O sea, mientras los accionistas resignan la percepción de su dividendo por expresa imposición legal, hasta tanto los quebrantos contables queden definitivamente compensados; el propio art. 71 habilita al director a participar de la ganancia incluso cuando la sociedad se encuentre dentro del supuesto de reducción de capital por pérdidas u obligatoria (arts. 205 y 206). La inmunidad es evidente.

En síntesis, el director de nuestra SA (sea ejecutivo o de asiento) puede asumir el riesgo empresario cuando así lo pacte con la sociedad. Sin embargo, tal ha sido el celo puesto por el legislador en el derecho a la remuneración del director que dicho riesgo no es pleno ni absoluto pues aún cuando el administrador decida asumirlo, el legislador quiso proteger su derecho por encima del dividendo, echando por tierra con la doctrina del riesgo empresario.

Ya vimos antes las diferencias jurídicas y contables del sistema de participación en las ganancias y el sistema de remuneración fija, mixta o variable. Si el art. 261 prevé el honorario como gasto de explotación, no veo cómo puede interpretarse que este dispositivo prevé un sistema de participación en las ganancias o un sistema mixto. Decididamente no.

Sólo en la hipótesis de que los accionistas decidan no hacer uso de la habilitación prevista en 2º párrafo del art. 71 estaremos en condiciones de afirmar, sin vacilación, que el director asumió un riesgo análogo al del accionista; situación que se presentará, concretamente, en cada asamblea ordinaria anual.

## X. Reflexiones finales.

*El* tema no puede quedar colmado en estas breves reflexiones. Sólo aspiro a motivar el debate desde otra perspectiva ... peligrosa para algunos !!.

Tal como están dadas las cosas, someter al administrador de la SA al riesgo empresario por la sola circunstancia de ocupar el cargo, no sólo trastoca elementales principios de Derecho, sino que, además, rebalsa el marco legal de responsabilidad del administrador societario leal y diligente y peor aún ... lesiona el interés social.

Este intento sólo busca construir una nueva forma de entender el art. 261 despojado de todo prejuicio dogmático si queremos alinear dos intereses en pugna: el del director a ser justamente compensado y el del accionista a percibir la renta del capital invertido.

Citando al profesor y catedrático don Joaquim BISBAL MENDEZ concluyo:

*"Los trabajos constructivos no ponen en prosa el verso de la ley, sino que tratan que ésta sea operativa, descubriéndonos su significado y los fines jurídicamente practicables con ella".*