

Reservas *vs.* Dividendos

¿Cuál es el test de razonabilidad?

(Análisis de los artículos 66.3 y 70 de la LGS)

P. Augusto VAN THIENEN

“My ambition is to employ still more men, to spread the benefits of its industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this we are putting the greatest share of our profit back into the business”. Henry Ford (1916).

SUMARIO: I. Introducción. – II. Financiación con recursos propios y teoría de la aversión al riesgo. – III. La fórmula del artículo 70 LGS nos conduce a un callejón sin salida. – IV. ¿Reservas vs Dividendos? – V. ¿Qué son las reservas? – VI. Algunos casos emblemáticos. – VII. El mercado exige certidumbre. – VIII. La nulidad por la nulidad misma. – IX. Las enseñanzas hasta aquí.

I. Introducción

El precedente *“Mihura c. Mandataria Rural”* marcó un antes y un después en nuestra literatura jurisprudencial en materia de reservas y dividendos en empresas cerradas familiares. Aquel veredicto de la sala D con el estudiado voto del Dr. Alberti fijó un criterio dogmático que aún hoy persiste entre nosotros. *“No habría empresa posible si las utilidades son eternamente retenidas”*¹. Aquel fallo caló tan hondo que ha moldeado una forma muy singular de ver y entender las reservas y su contracara, los dividendos. Pasó mucha agua bajo el puente y sin embargo hoy el caso *“Mihura”* mantiene y conserva su vigor dogmático: ¡Las ganancias están para ser repartidas!

Desde el fallo *“Mihura”* hasta muy entrado el siglo XXI la jurisprudencia mantuvo un razonable silencio sobre este tópico y no había mucho para decir al respecto. Idéntica postura había adoptado la doctrina científica. La política de reservas no era materia cuestionada en los tribunales y tampoco generaba demasiada controversia intelectual.

¹ CNCom., Sala D. 26/12/1979

Sin embargo, a partir de los precedentes “Emdersa”, “Tenaris” y “Grupo Clarín” comienzan a desfilan por los tribunales una andanada de pleitos donde se busca poner en entredicho la política de reservas en empresas cerradas familiares con el propósito de liberar el pago de dividendos.

La discusión judicial en todos estos casos centra su análisis en dos temas: (i) naturaleza de las reservas patrimoniales y (ii) alcance de los artículos 66.3 y 70 de la Ley General de Sociedades. Un debate que, a mi modo de ver las cosas no aporta ninguna solución al problema de fondo y echa más leña al fuego sumando dogmática jurídica sobre un tema complejo y escabroso.

Este ensayo reflexivo busca plantear otra mirada más realista y de mercado sobre las cuentas de resultados no asignados, las reservas libres, reservas especiales, y su contracara, el dividendo. Propongo al lector un enfoque que permita entender estos institutos no sólo desde la óptica del derecho sino, por sobre todo, desde la mirada de las finanzas corporativas, la contabilidad y la estructura de capital que suelen tener las empresas, en especial, las empresas cerradas familiares.

II. Financiación con recursos propios y teoría de la aversión al riesgo.

Para entrar en el análisis de la política de reservas de las empresas cerradas (familiares) debemos primero entender cuál es la razón por la cual este tipo de empresas suelen no tener política de dividendos activa. La respuesta a este interrogante la encontramos en la *aversión al riesgo* propia de quien realiza una inversión (“*Teoría de la aversión al riesgo o Risk Aversion Theory*”)². En efecto, el empresario titular de una hacienda familiar es una persona conservadora por naturaleza. No en vano más del 70% de las empresas pymes nacionales se financian con recursos propios, es decir, con reservas patrimoniales.

Coherente con la aversión al riesgo se suma otra patología no menor: la *concentración* de la inversión (“*Teoría de la concentración de riesgo o Risk Diversification Theory*”)³. Esta teoría financiera explica que la aversión al riesgo suele tener una relación

² John W. Pratt. *Econometrica*. Vol. 32, No. 1/2 (Jan. - Apr., 1964), pp. 122-136. Published by: The Econometric Society DOI: 10.2307/1913738

³ DEFAULT RISK AND DIVERSIFICATION: THEORY AND EMPIRICAL IMPLICATIONS. Robert A. Jarrow, David Lando,

directamente proporcional (“*positive correlation*”) a la concentración de la inversión. Cuanto más concentrada está mi inversión más conservador me pongo en la toma de decisiones de riesgo y cómo financiar los proyectos. Es precisamente la diversificación lo que hace que uno sea más arriesgado en la toma de decisiones de inversión. La diversificación tiene por efecto natural la atomización del riesgo, vale decir, la capacidad de compensar pérdidas con ganancias.

La extremada concentración de la inversión en un único activo (y esto es lo que ocurre generalmente en la empresa familiar) funciona como un fuerte incentivo a la aversión al riesgo y por lo tanto como un fuerte incentivo a adoptar conductas muy conservadoras a la hora de decidir cómo y dónde invertir, siendo la retención de utilidades una de ellas.

Existe abundante literatura especializada que ha investigado y estudiado este fenómeno a nivel mundial. La conclusión es la misma: la tasa de crecimiento y de creación de valor de las empresas cerradas familiares es menor respecto de las empresas no familiares precisamente porque la aversión al riesgo limita y restringe la decisión de inversión en negocios que tengan tasas de retorno muy superior al costo del capital propio. Tener concentrado todo mi riesgo (personal y familiar) en la empresa obliga a ser extremadamente responsable, prudente y razonable a la hora de invertir. Con esto quiero decir que el principio de “razonabilidad de las reservas” del artículo 70 LGS se encuentra incorporado y está fuertemente añadido a la gestión de la empresa cerrada familiar. Nadie mejor que uno para decidir dónde invertir y cómo financiarlo.

Coherente con lo explicado hasta aquí se suma otra patología: *la autogestión*. Así como las empresas cerradas buscan la autofinanciación para minimizar el riesgo, no es raro que esas mismas empresas tengan una fuerte tendencia a la autogestión. Esto significa que son los dueños del capital, los fundadores y la familia de control quienes gestionan y administran el negocio y por lo tanto gestionan el riesgo. Es precisamente por esa falta de diversificación de portfolio que este tipo de empresas suelen no delegar la gestión, ni profesionalizarla. Por lo tanto, la gestión del riesgo queda en manos de quienes controlan el capital esperando el retorno de su inversión por tres vías posibles:

(i) la renta del trabajo (sueldo u honorarios), (ii) la renta financiera del capital (dividendos) y (iii) la renta de la capitalización (ganancia de la inversión) ⁴.

Si bien la autogestión y la autofinanciación nos enfrentan a un problema de agencia por el conflicto de interés que genera esta estructura de capital y gestión concentrado en los dueños, está claro que la presencia de ese conflicto no torna *per se* en ilícita la política conservadora de reservas⁵.

En definitiva, el porfolio de inversión del accionista de la empresa familiar es el que termina condicionando la política de dividendos, y es desde aquí de donde debe partir un análisis objetivo de la cuestión. La expropiación de derechos por abuso de control es otro cantar y escapa al objetivo de este trabajo.

Hay una regla de tres simple en materia financiera: a una mayor diversificación del porfolio de inversión le corresponde una menor aversión al riesgo, y a una mayor concentración de la inversión le corresponde una mayor aversión al riesgo. Siendo esto así me pregunto: ¿cuál es el test de razonabilidad para determinar con precisión si una reserva es razonable y responde a una prudente administración?

III. La fórmula del artículo 70 LGS nos conduce a un callejón sin salida.

La política de reservas debe responder a una prudente gestión y debe ser razonable. En verdad, palabras vacías de contenido práctico y jurídico como lo demostraré a lo largo de estas reflexiones.

El estándar de “razonabilidad” y “prudencia” fijado por el artículo 70 LGS nos lleva a un callejón sin salida. Los jueces carecen de las herramientas y habilidades suficientes para precisar ese concepto vago e impreciso y más cuando estamos hablando de la razonabilidad de una fuente de financiamiento. La verdad es que la razonabilidad de una reserva patrimonial depende de múltiples factores que hacen muy complejo, si no imposible, precizarla. Decir que las reservas deben ser razonables es lo mismo a decir “los pasivos deben ser razonables”. En definitiva se trata de fuentes de financiación del

⁴ La percepción de riesgo también puede llevar a los accionistas de control a apropiarse de la renta vía dividendos ocultos expropiando al minoritario de su derecho al dividendo (“*Private Benefits of Control*”)

⁵ The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. Authors Jonathan D. Arthurs, Lowell W. Busenitz.

activo cuya razonabilidad depende de múltiples factores económicos y empresarios. En ese equilibrio entre recursos propios y deuda de debate la tesis de la infracapitalización.

Está claro que ambos conceptos “razonabilidad” y “prudente administración” poseen el mismo significado pues no podríamos concebir una reserva irrazonable que responda a una administración prudente, y viceversa. La clave del problema está en determinar la “razonabilidad” puesto que la violación a este estándar implica violación de la ley.

¿Cuál es el efecto práctico de cuestionar judicialmente la razonabilidad de una reserva?

Una reserva irrazonable (que no devengue daño) sólo puede generar la nulidad del acto que la aprueba con los efectos propios de las nulidades de los actos jurídicos: retrotraer sus efectos. O sea, una nueva asamblea deberá tratar nuevamente el destino de las ganancias y decidir si se distribuyen como dividendo o se vuelve a destinar a reserva. En esta segunda oportunidad directores y accionistas de control buscarán dotar el tratamiento de este punto con argumentos más convincentes que permitan darle a la reserva una mayor razonabilidad, que a la vez convengan al socio minoritario disidente⁶.

¿Y si el socio disidente opina que la reserva sigue siendo irrazonable más allá del análisis profundo, crítico y analítico dado por el directorio en la memoria, o por los accionistas en la asamblea?

Este es precisamente el callejón sin salida del artículo 70 LGS. En mi opinión el debate y la discusión judicial en torno a la razonabilidad de las reservas patrimoniales es una discusión vacía de contenido si no acompaña abuso de derecho, abuso de control, maniobra fraudulenta o estrategia de lesión de derechos. Fuera de este contexto delictual la discusión de la razonabilidad me suena a pérdida de tiempo.

O sea, la irrazonabilidad de la reserva debería ser de tal magnitud y de tal tamaño y envergadura que ponga en evidencia una conducta dolosa y abusiva de los socios de control. La reserva irrazonable para ser ilícita debería formar parte de una

⁶ La jurisprudencia de la sala D en el caso Leyden y sala B en el caso Clarín habla de “análisis crítico-analítico”. Todavía no sabemos muy bien qué significa eso y cuál sería su alcance.

estrategia de asfixia financiera (“*Squeeze-out*”). La reserva debería encuadrarse dentro de lo que la doctrina norteamericana suele llamar teoría de la opresión de la minoría (“*Minority Oppression Doctrine*”). Fuera de este contexto el debate sobre la reserva patrimonial y su razonabilidad se torna claramente bizantino⁷.

IV. ¿Reservas vs dividendos?

Nuestra ley mercantil impone ser prudentes y razonables con la política de reservas, sin embargo guarda un sugestivo silencio respecto de la razonabilidad de la política de dividendos. Debo advertir al lector desatento que una política de dividendos irracional y desmedida es mucho más dañina que una política de reservas exagerada o irrazonable.

Dotar a la empresa de reservas podrá no gustarle al socio minoritario que verá postergado su dividendo, pero ningún duda cabe que dicha capitalización es saludable para el interés de la empresa; en cambio, pagar dividendos desatendiendo las reservas puede llevar a la empresa a la completa ruina externalizando el riesgo empresarial y por lo tanto perdiendo el minoritario toda su inversión. En definitiva, puesto el tema en ambos extremos “reservas vs. dividendos”, claramente opto por el primero.

Las reservas son la contracara del dividendo. Siendo esto así una política de reservas conservadora lleva necesariamente a una política de dividendos restringida. Reserva y dividendos enfrentan dos intereses opuestos pero no por ello contradictorios. Mientras la reserva apunta al interés social, el dividendo atiende al interés individual del socio. Ahora bien, desde la perspectiva de la empresa está claro que el dividendo es un costo que debe pagar para compensar a los dueños la renta del capital inmovilizado. Desde el punto de vista de los intereses en juego está claro también que el sistema legal prioriza el interés de la empresa.

La formación de reservas responde a la voluntad de la mayoría quienes terminan representando el interés social. Esta regla de “oro” del sistema asociativo empresarial sólo puede ser dejada de lado frente a conductas ilícitas (abuso de control). Fuera de este contexto delictivo el sistema legal fija la siguiente pauta de gobierno corporativo: la mayoría decide el destino a las ganancias.

⁷ Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations. Edward Rock and Micheal wachter. <http://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/jcorl24&div=42&id=&page=>

Vengo observado de un tiempo a esta parte cómo una porción significativa de nuestra doctrina vernácula se ha visto seducida y hasta hipnotizada por lo que yo llamo la “Teoría de la Ganancia”. Esta corriente de opinión a prendido mucho entre nosotros y profesa que el derecho al dividendo del ejercicio se encuentra consagrado en el artículo 1º de la ley 19.550. Para esta corriente de opinión, si el socio está invitado a “participar de las ganancias” significa que éste tiene derecho a percibir el dividendo del ejercicio como derecho patrimonial inalienable que hace a la causa-fin del contrato y a la razón de ser de la sociedad comercial⁸.

Esta tesis justifica su postura aduciendo que los artículos 66.3, 70, 71 y 234 LGS vienen a consagrar un derecho protectorio del dividendo en línea con el artículo 1º haciéndonos creer que la Ley General de Sociedades dio al dividendo un rango de privilegio. Así las cosas, postulan que el pago del dividendo deber ser la regla y la formación de reservas la excepción. Los profetas de esta teoría postulan con vehemencia que las sociedades se constituyen con el único objetivo de repartir dividendos siendo éste la causa-fin del negocio jurídico.

Es verdad que todo aquel que invierte en un activo lo hace buscando extraer una renta. Puedo coincidir en que todos los mortales tomamos decisiones buscando maximizar nuestros beneficios; ahora bien, esa maximización no necesariamente deber ser el dividendo anual del ejercicio. El artículo 1º LGS no lo dice.

La ganancia de capital derivada de la apreciación o capitalización del negocio (a lo largo del tiempo) es también “ganancia” en los términos y con el alcance del artículo 1º LGS. Cuando el legislador dice que el socio “participa de las ganancias” y “soporta las pérdidas” muy lejos está de querer decirnos “dividendo” del ejercicio, y menos dividendo en efectivo. La Teoría de la Ganancia quiere convencernos (desde hace ya varios años) de que el único dividendo posibles es en efectivo, rechazando por lo tanto

⁸ La doctrina norteamericana y los tribunales adoptan similar postura pero con la salvedad de que el dividendo es un derecho que tiene todo socio de una sociedad cerrada (Closed Corporation) dentro de lo que ellos llaman las expectativas razonables de obtener una renta sobre su inversión (“Reasonable Expectation Doctrine”). Sin embargo, esa expectativa razonable a obtener una renta del capital tiene su lógico contrapeso en la doctrina del juicio de los negocios (“Business Judgement Rule”) y doctrina de la agencia (“Agency Doctrine”). Los jueces norteamericanos son muy renuentes a involucrarse en la política de reservas o dividendos, salvo que se demuestre que el no pago de dividendos se enmarca dentro de una estrategia de expulsión (“Freeze-out”) o de opresión de la minoría (“Minority Oppression Doctrine”). El precedente “*Dodge v Ford Motor,Co*” fue la piedra basal de esta doctrina (1919).

el dividendo en acciones por capitalización de reservas (art.189 LGS). Una falacia importante.

En verdad el dividendo de todo activo o inversión proviene de tres fuentes bien precisas: (i) el dividendo del ejercicio, (ii) el dividendo de liquidación, o (iii) el dividendo de enajenación. No hay otra fuente posible de obtener un dividendo o una ganancia, y esto es lo que efectivamente dice el artículo 1º LGS. Por favor, no le hagamos decir a la ley lo que no dice.

V. ¿Qué son las reservas?

La respuesta a esta pregunta es estrictamente financiera y contable, además de jurídica. Las reservas, junto con las otras cuentas que integran el patrimonio neto están destinadas a financiar una parte del activo. Las reservas, cualquiera sea su denominación tienen por único destino financiar parte del capital de trabajo. Las reservas son una fuente genuina de financiamiento interna que los administradores (accionistas de control en sociedades cerradas) deben aplicar para apalancar las operaciones sociales. El capital social junto con la reserva (legal), los resultados no asignados, los revalúos contables, la reserva por prima de emisión, los aportes irrevocables y otras reservas de libre disponibilidad están (todas) destinadas a financiar el giro social y las inversiones de largo plazo. Las reservas patrimoniales suelen destinarse a financiar activos no corrientes⁹.

Es una enseñanza elemental de las finanzas corporativas que las cuentas del patrimonio junto con los pasivos son las únicas fuentes de financiamiento que cuentan las empresas para el giro, sin importar el nombre, título o rótulo que se le asigne a la reserva en la asamblea. Fuera de estos fondos no hay manera de financiar las operaciones sociales.

La formación de reservas hace a la estructura de capital y responde a una política de gestión y administración. Hay proyectos que se financian mayoritariamente con patrimonio y otros que optan por financiarse con pasivos. Recurrir a una u otra

⁹ Llama poderosamente la atención y también nos alarma el hecho de que los tribunales se han visto encerrados en una discusión también bizantina sobre el destino de las reservas y el nombre dado a las mismas; en particular, los llamados “resultados no asignados”, poniendo en entredicho si esa cuenta califica o no como reserva y por lo tanto su tratamiento legal.

estructura de capital es una decisión de negocios que definen los dueños del capital en función del costo financiero. Incluso hay industrias que poseen una matriz o estructura de capital determinada en función de su actividad y del riesgo. No dará lo mismo invertir en una empresa de capital intensivo (*vrg.*, siderurgia, metalmecánica, automotriz, petróleo, minería, etc.) que en una de servicios (*vrg.*, consultoría, banca, seguros, call center, salud, etc.). Vemos cómo el perfil del negocio y la industria condiciona, en buena medida, la política de reservas y por ende la política de dividendos.

¿Cómo hacemos para medir la razonabilidad de una reserva desde el punto de vista que estamos tratando?

Debemos comprender de una vez que la distribución de la reserva vía dividendo no es gratis y se cobra su precio. Desprenderse de estos flujos para pagar dividendos significa que el negocio deberá reemplazar dichos fondos con otros recursos financieros, en general, pasivos con coste¹⁰.

Desde un punto de vista contable está claro que desprenderse de reservas significa que hay dos partidas del balance que deben ajustar. En efecto, el dividendo se puede financiar sólo con dos fuentes: (i) liquidación de activos o (ii) toma de pasivos. Esto quiere decir que la reducción de la reserva por pago de dividendos implica tomar una de las dos opciones, o un mix de ambas, dependiendo cuál sea la opción más eficiente para la empresa.

Sin embargo, puede ocurrir que ninguna de las dos sea recomendable para el interés social. Endeudarse para pagar un dividendo sólo es razonable si la tasa de interés del pasivo es inferior al coste del capital; de lo contrario estamos destruyendo valor y poniendo el interés individual del accionista minoritario por sobre el interés de la sociedad¹¹. Del mismo modo, liquidar activos para hacer frente al pago del dividendo puede tener un efecto adverso y perjudicar el interés de la empresa.

¹⁰ Quienes se enrolan tras los postulados de la Teoría de la Ganancia creen que las reservas son fondos inmovilizados que la sociedad mantienen con un destino específico por fuera del giro social. Nada más alejado de la realidad.

¹¹ Sin descuidar el impacto impositivo adverso que esta decisión puede tener para la sociedad considerando que el interés de préstamos destinados a pagar dividendos pueden ser no deducibles como gasto para el impuesto a las ganancias, según jurisprudencia del Tribunal Fiscal de la Nación.

Comprender que las reservas son una fuente de financiamiento empresario es clave a la hora de entender lo difícil y complejo que es precisar su razonabilidad. En definitiva, nos encontramos en un callejón sin salida puesto que aquello que los administradores y accionistas de control consideran razonable puede no serlo para el minoritario y más grave aún, puede no serlo para el juez de la causa.

¿Quién dice cuál reserva es razonable?

VI. Algunos casos emblemáticos.

Necesitamos darle a este debate un marco de cordura despojándonos de posturas dogmáticas. No comprender cómo funciona la gestión de riesgo en empresas cerradas familiares es mirar para otro lado y no comprender cómo funciona la política de dividendos en empresas cotizadas, también. La evidencia empírica de nuestros tribunales así lo demuestra. Analicemos algunos casos emblemáticos:

(i) *Los casos Emdersa SA, Tenaris SA y Clarín SA.*

Estos precedentes son la punta del iceberg y los que dieron a luz verde a la Teoría de la Ganancia. Estos casos emergen luego de la intromisión del Estado en las acciones de las sociedades participadas por las AFJP a partir de la expropiación de dichas inversiones y creación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

Estos casos son emblemáticos puesto que se intentó discutir en tribunales la política de reservas (y por ende el pago de dividendos a los inversores) en sociedades cotizadas con oferta pública. Casos emblemáticos puesto que no hay precedente mundial cercano a estos precedentes, considerando la evolución científica y doctrinaria en materia de liquidez de los mercados a partir del Teorema *Modigliani & Miller* sobre “Costo del capital y dividendos” en empresas cotizadas. Jueces decidiendo sobre la política de reservas de una sociedad con oferta pública es una *rara avis* mundial por la simple y sencilla razón de que el mercado, la academia y los jueces entendieron que en las sociedades abiertas el accionista disconforme con la política de dividendos tiene la llave de salida: vender su inversión comprando acciones de empresas que le ofrezcan un dividendo anual más atractivo.

Dado que el dividendo no distribuido capitaliza la empresa, si el inversor vende las acciones, convierte el dividendo retenido en metálico pudiendo enajenar todo o una parte de su portfolio (“*Homemade Dividend*”).

En síntesis, si la Anses (como fondo de inversión institucional) estaba disconforme con la política de reservas de Tenaris, Emdersa o Grupo Clarín aquella tenía la solución de mercado, y esta es la solución que corresponde¹².

Pero lo más grave es que en estos precedentes se ordenó como medida cautelar (algo también sin precedentes) la no disposición de la reserva patrimonial y se agrega: “*salvo que la reserva sea destinada a ser distribuida a sus accionistas*”. ¿Qué significa esto?

Reitero una vez más: las reservas están invertidas en el activo. Esto quiere decir que las reservas se encuentran químicamente en *estado puro de disposición*. Es responsabilidad del órgano de administración invertir las reservas en activos que generen una renta superior al costo del capital. Siendo esto así la cautelar inhibitoria termina conspirando contra el interés social pues prohibir “la disposición de la reserva” significa prohibir la inversión y por lo tanto desfinanciar la empresa. No disponer de la reserva implica restar fondos al giro empresarial debiendo sustituir dichos recursos con pasivos financieros en proporción a la reserva (judicialmente indisponible) debiendo por lo tanto pagar una tasa de interés que termina distorsionando la estructura de capital y, lo más grave, el costo del capital. La estructura de capital es, en definitiva, la tasa de descuento (coste de oportunidad) que la empresa aplica para evaluar la tasa interna de retorno (TIR) de sus proyectos de inversión. Distorsionar, alterar o modificar esta estructura de capital por vía judicial es simplemente un disparate por cualquier lado que se lo mire.

Los casos Tenaris, Emdersa y Grupo Clarín deben llamarnos a la reflexión y nos obligan a poner las “barbas en remojo”.

(ii) *El caso Leyden SA.*

Este precedente sí es preocupante.

¹² CNCom; Sala B. 11/06/2013; CNCom., sala D. 29/12/2010.

Se hizo lugar a una cautelar similar a la anterior pero con el agravante de que la asamblea había aprobado no sólo formar una reserva sino también pagar dividendos. La sociedad contaba en su haber con \$7.000.000 de reservas acumuladas y había ganado en el ejercicio \$1.900.000. Frente a esta situación se decidió pagar \$900.000 como dividendos enviando \$1.000.000 a constituir una reserva.

El argumento de los accionistas de control fue la necesidad de financiar la compra de bienes de uso y las operaciones. Más allá de que el accionista disidente percibiría la ganancia del artículo 1º LGS por dos vías: (i) el dividendos en efectivo más (ii) la capitalización de la empresa por incremento del neto patrimonial; igual cuestionó la reserva bajo el argumento de que la memoria no explicaba de manera *clara y circunstanciada* las razones de dicha reserva violando la manda del artículo 66.3 LGS. Invocó además, que los accionistas de control no habían dado argumentos convincentes para justificar la razonabilidad de aquel millón que, sumado a las reservas acumuladas, superaban los \$8.000.000¹³.

¿Cuáles son aquellos argumentos que permitan establecer con certeza que la reserva es razonable? ¡No lo sabemos!

(iii) *El caso Establecimiento Agrícola Ganadero El Alcázar SA*¹⁴.

Este precedente luce muy interesante pues trata sobre una cautelar motivada por defecto de forma en el tratamiento de la reserva ordenando suspender la decisión asamblearia (art. 252 LGS). El directorio habría omitido en la memoria la explicación clara y circunstanciada de las razones que justifican retener utilidades (artículo 66.3 LGS). Por su parte los accionistas abrían dado explicaciones (insuficientes) para respaldar la razonabilidad de las reservas¹⁵.

El tribunal rápidamente se enrola detrás de la “Teoría de la Ganancia” confirmando el criterio de que el pago del dividendo es la regla (art. 1 LGS), y la

¹³ CNCom; Sala D. 18/06/2013

¹⁴ CNCom., Sala F. 02/02/2017

¹⁵ Párrafo aparte merece el argumento que habilita la cautelar cuando de reservas se trata. Los tribunales acceden a esta medida preventiva bajo el argumento del “peligro en la demora” y por lo tanto que los fondos sean dispuestos por la sociedad poniendo en riesgo el dividendo del accionista minoritario. Nos preguntamos, a qué otro destino pueden aplicarse las reservas que no sea financiar inversiones y capital de trabajo. La verdad no hay otro destino posible. Cualquier otro destino haría responsable a los accionistas de control y directores por abuso de control y destino injustificado de la caja social.

retención de utilidades sería la excepción (arts. 66.3, 70 y 71). Además, afirma que es carga de los accionistas de control argumentar (probar) la razonabilidad de la reserva.

A esta altura me pregunto: ¿Cuál es la prueba? ¿Cuáles son las razones que pueden satisfacer al socio minoritario? ¿Cuáles pueden ser los argumentos que convencan al juez? Lo más preocupante es que quien tiene la responsabilidad institucional de definir este entuerto no cuenta con un test de razonabilidad objetivo para zanjarlo. Todo lo contrario, el asunto se define a “*cara o seca*” en base a posturas y criterios absolutamente subjetivos. Veamos:

Analicemos la doctrina de este caso comparándola con la doctrina del precedente “*Borrachas Vipal c. Fate SAIC*”, fallo de la sala D¹⁶.

En el caso “*Fate*” el directorio habría explicado en la memoria que las razones que aconsejaban no distribuir dividendos estaban fundadas en: (i) contracción del nivel de actividad, (ii) baja de la producción, (iii) debilitamiento del consumo, (iv) mayores costos, (v) pérdida de la productividad e insuficiente generación de divisas que hacían aconsejable financiar las operaciones con recursos propios para hacer frente a compromisos externos. Para el Tribunal estos argumentos fueron suficientes a la luz del estándar de razonabilidad fijado por el artículo 66.3 LGS. En opinión del juzgador no existió una manifiesta arbitrariedad en la formación de la reserva (*sic*).

Veamos qué ocurrió en el caso “*Cardini c Establecimiento Agrícola Ganadero El Alcázar SA*” de la sala F:

Las razones dadas por el directorio para formar la reserva fueron: (i) la delicada situación del país y del campo, (ii) incertidumbre y crisis de confianza debido al conflicto con los holdouts, (iii) aumento de brecha cambiaria y de la tasa de interés, (iv) que hace al interés social mantener liquidez en esta coyuntura y (v) suspender el proyecto de inversión consistente en la compra de mayores hectáreas para expandir la capacidad productiva. En opinión del Tribunal las razones que justifican la formación de reserva, en este caso, lucen apriorísticamente insuficientes (*sic*).

Pero esto no es todo, la sala F sostuvo lo siguiente: “*no podría predicarse la razonabilidad de la reserva (...) al cobijo de la invocación del contexto coyuntural del país o con*

¹⁶ CNCom; Sala D. 25/06/2015

la remota alusión de su impacto sobre la actividad agropecuaria” ... “Tales razones genéricas (...) merecieron ser reforzadas dadas las particularidades específicas que rodeaban la cuestión”: el no reparto de utilidades durante los últimos ejercicios económicos existiendo reservas acumuladas por \$3.659.795, pretendiendo los accionistas de control acrecentar dichas reservas en \$855.557 que representaba la totalidad de la ganancia del ejercicio.

El Tribunal remata afirmando lo siguiente: “es precisamente la *parquedad discursiva* donde la versión de los accionantes encuentra potencial consistencia respecto a la probabilidad de configurarse un eventual ejercicio abusivo de derechos de los accionistas mayoritarios”.

Comparando el precedente “Fate” (sala D) con el caso “El Alcázar” (sala F) observamos que los hechos invocados por los accionistas de control para justificar la razonabilidad de la reserva son muy parecidos: contexto macroeconómico y su impacto en la actividad y el sector donde operan las empresas. Una en el sector industrial y la otra en el sector primario agropecuario. Sin embargo, mientras para la sala D los argumentos dados en “Fate” lucen razonables, en el caso “El Alcázar” la sala F opinó lo contrario, y con el agravante de que éste el juez “echa más leña al fuego” sumando algunos conceptos difusos. En opinión de la sala F, “las razones genéricas debieron ser profundizadas”. La pregunta que uno puede formularse a esta altura del debate discursivo es qué significa “profundizar”, cuál es su alcance y hasta dónde hay que “profundizar”.

Pero no termina aquí, para el tribunal aquella *parquedad discursiva* permite presumir un eventual abuso de la mayoría.

Es decir, frente a un mismo contexto dos formas del ver el problema completamente distinto. Para uno juez la explicación del contexto fue razonable y para el otro no fue suficiente. Pero no sólo no fue suficiente sino que además la *parquedad recursiva* podría devengar abuso llevando el test de razonabilidad al campo del dolo. Postura ciertamente peligrosa. En definitiva, el debate sobre la razonabilidad de la reserva se dirime entre “*parquedad recursiva*”, “*falta de análisis crítico-analítico*” y “*razones genéricas sin profundizar*”¹⁷.

¹⁷ La sala D en el caso “Leyden” adoptó una postura parecida a la sala F en “El Alcázar” donde si bien había explicaciones las mismas lucieron insuficientes. Muy diferente, por cierto, lo ocurrido en el caso “Bingo Caballito”, “Stepako” o “Automotores El Triángulo” donde la memoria carecía por completo de toda explicación sobre las

VII. El mercado exige certidumbre

Los casos “Fate” y “El Alcázar” muestran las dos caras de un mismo problema. Frente a un mismo hecho dos salas opinan muy diferente sumando más incertidumbre al mercado. ¿Será suficiente mencionar el contexto macroeconómico o tendremos que profundizar?

Pero lo que más me llama la atención no es la incertidumbre derivada de dos soluciones opuestas sobre un mismo hecho (bastante frecuente en la labor jurisdiccional) sino y sobre todo, la parquedad argumental del Tribunal. Aquí me permito beber del mismo veneno. Es el propio tribunal quien termina siendo parco en sus fundamentos a la hora de dictar sentencia pues no ofrece una fórmula o salida sino meros formulismos gramaticales vacíos de contenido.

Pero no nos llamemos a engaño, la mayoría de los tribunales que han tratado este asunto acompañan la postura de la sala F adoptando criterios de fuerte dogmática jurídica y donde la discusión sobre la razonabilidad de la reserva queda en manos de posturas puramente subjetivas sin otro test que la mera violación formal de la ley¹⁸.

VIII. La nulidad por la nulidad misma

razones que justificaban la formación de reservas. Stepako y “Automotores El Triángulo” ambos de la sala E. Sin duda, estos casos están marcando una tendencia pacífica a discutir la razonabilidad de la reserva.

¹⁸ Veamos qué dicen otros jueces sobre el mismo problema: “*The court will not allow directors to use their power oppressively by refusing to declare dividends were the net profits and the conditions of the business clearly warrant it. In deciding whether the directors have acted properly in not declaring dividends, the courts must examine a number of factors: (i) great weight is given, of course, present and prospective financial needs; (ii) indications that majority shareholders have acted to harm the minority and have used their controlling position for their own benefit; (iii) or majority shareholders have interest in keeping earnings in the company by paying a short amount of dividends. However, it is hard to find a case where relief was granted solely because the business did not need all the surplus which had been accumulated. But, if withholding of amounts clearly in excess of the business` needs is coupled with other majority abuses, courts usually order a dividend payment. Whenever the corporation needs a large amount of working capital and majority abuses are not present, retention of funds is sustained. Among the factors relevant in determine whether a corporation has accumulated funds in excess of its needs are the following: (i) the amount of surplus, (ii) the ratio of current assets to current liabilities, (iii) the amount of working capital needed by the business; (iv) the amount of working capital retained in prior years; (v) business prospect; (vi) the need for expansion of business and the cost of capital; (vii) the amount of liabilities to which the corporation is, or reasonable may be, subject in the future. However, the utilization of these criterias to show retention beyond the business` needs is highly difficult for the judges to understand it due to the complexities of modern business*”. Aquí observamos con claridad cómo los jueces norteamericanos aplican un test de razonabilidad objetivo reconociendo además que, determinar la razonabilidad de una reserva es un tema sumamente complejo para los tribunales.

Está claro que el reclamo del socio minoritario que demanda mayor nivel de “profundidad” en las razones que motivan constituir una reserva no es más que un reclamo formal carente de todo resultado práctico. Demandar que el directorio explique en la memoria “*de manera clara y circunstanciada*” las razones que motivan la reserva y exigir que los accionistas de control abran el juego explicando con mayor nivel de detalle que las reservas responden a una “*prudente administración*” no deja de ser un juego de poder donde nadie sale ganando.

Todos los casos traídos a los tribunales desde el precedente “Mihura” a nuestros días no han logrado que los accionistas minoritarios se hagan del preciado dividendo. Sólo se trata de expedientes donde se termina anulando una decisión social como estrategia de “presión” sobre los flujos de caja; pero no más que eso.

Lo cierto es que más allá de la irrazonabilidad de la reserva el problema se termina solucionando por la vía formal descuidando por completo el tema de fondo: que el socio minoritario cobre el dividendo. Estamos en un debate completamente vacío donde la solución de fondo todavía no ha llegado y donde los tribunales se han mostrado impotentes para dar una salida eficiente (“*judicial relief*”) que permita doblegar la política de reserva conservadora de las empresas familiares.

Basta que el directorio rectifique la memoria y convoque a una nueva asamblea ordinaria para tratar nuevamente el destino de los resultados para que el asunto quede completamente sellado (art. 254 LGS). En el camino, el socio minoritario no cobra un solo peso y el sistema judicial se muestra incapaz de torcer la política de reservas. En definitiva, definir el grado de claridad, circunstancialidad, razonabilidad y prudencia cae siempre en el ámbito subjetivo. Y la mala noticia es que no contamos con un *claridadómetro*, o un *circunstancialómetro* que nos permita conocer con precisión si la reserva patrimonial es lícita o no. Los casos comentados dan muestra elocuente de esto que digo.

Nos encontramos frente a una nulidad relativa susceptible de ser confirmada o rectificadas y que para colmo no devenga responsabilidad civil; *ergo*, el socio minoritario se queda sin el pan y sin la torta pues los accionistas de control siguen apropiándose de los flujos de caja y, en muchos casos, apropiándose del *dividendo de facto*.

IX. Las enseñanzas hasta aquí

Más allá de mi postura crítica a lo que viene sucediendo en materia de reservas y política de dividendos en sociedades cerradas familiares, no puedo dejar de señalar que la jurisprudencia acuñada deja una enseñanza importante y hace buena docencia. Me explico:

1. Es responsabilidad de los profesionales de derecho redactar la memoria. Este documento cumple un rol estratégico dentro de los estados contables básicos y en las relaciones de los socios en empresas cerradas.
2. El artículo 66 LGS nos exige saber interpretar la información económica, patrimonial y financiera que brindan los estados contables, en particular el balance, el cuadro de resultados y el cuadro de evolución del patrimonio neto.
3. Las razones que motivan constituir una reserva se anclan, principalmente en principios de finanzas corporativas siendo vital y estratégico conocer las nociones de “costo de capital”, “costo promedio ponderado”, “capital de trabajo”, “necesidades operativas de fondos”, “financiación con recursos propios”, “costo de oportunidad”, “tasa de descuento”, “beneficios operativos”, “EBITDA”, ROI, ROE, RAN y otros índices operativos y financieros. Toda esta información ayudará a dar mayor claridad a la memoria y razonabilidad a la reserva cumpliendo la manda del artículo 66.3 y 70 LG.

Sin embargo, volcando en la memoria todas estas razones financieras buscando “*profundizar*” las explicaciones y dotando a la reserva de la “*razonabilidad*” exigida por los jueces, no puedo anticipar si dichas explicaciones saciarán el reclamo de los socios minoritarios por el retorno del capital y dividendo en efectivo.

Mientras el test de razonabilidad quede dentro del marco subjetivo de cada juez estamos ante un problema sin solución, o sea, en un callejón sin salida.