

LA AUTOFINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS

ALBERTO MANUEL GARCÍA

Primera parte

GENERALIDADES Y ASPECTOS ECONOMICOS DE LA AUTOFINANCIACION DE LAS EMPRESAS

1) NOCIÓN DEL AUTOFINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Toda empresa, para conseguir los fines que se propone en su accionar, necesita de fuentes financieras que le proporcionen los capitales necesarios. Tales fuentes financieras reconocen, de acuerdo a una clasificación, un doble origen: internas (es decir, propias) a la empresa, o externas a ella. Las primeras constituyen su capital propio, las segundas su capital de crédito.

Cuando hablemos de la autofinanciación de las empresas ponemos el acento sobre la primera de dichas fuentes financieras. Por ello Tancredi Bianchi ha podido definir al autofinanciamiento "como aquél proceso por el cual una empresa logra satisfacer sus propias necesidades financieras sin recurrir a una fuente externa para obtener medios a título de capital o a título de crédito".¹ Como resultado de esta primera noción podemos excluir como fuentes del autofinanciamiento a las diferentes deudas que tiene la sociedad respecto a terceros: Estado, bancos particulares, obligaciones emitidas por la empresa.

En una segunda aproximación al concepto de autofinanciación debemos excluir al capital social originario como fuente de autofinanciamiento de la empresa, ya que esta noción supone la

¹ Cfr. TANCREDI BIANCHI, "L'autofinanziamento" en "Saggi di Economia Aziendale e Sociale in memoria di Gino Zappà", Milano, Dott & Giuffrè Editore, 1961, pág. 179.

existencia de una empresa en marcha con determinadas necesidades financieras.

Marcel Malissen² a través de un examen del balance de una sociedad nos permite clarificar la noción de autofinanciación hasta aquí alcanzada.

ACTIVO	PASIVO
Capitales fijos: Inmovilizaciones	
Capitales circulantes: { stocks crédito existencias	
Capital social	} Financiamiento propio externo
Primas de emisión	
Reservas	} Financiamiento propio interno (Autofinanciamiento)
Provisiones	
Beneficios del ejercicio	
Deudas a largo término	} Financiamiento externo
Deudas a corto término	
	(Extraño)
Total de los empleos	Total de los recursos

Pero esta noción requiere precisiones mayores en cuanto consideráramos las diferentes formas de financiamiento interno de la empresa, a través de la constitución de diversos tipos de reservas. Entre las fuentes internas de financiación más importantes podemos enumerar: 1) Utilidades líquidas del ejercicio no distribuidas; 2) emisión de acciones por un precio superior a su valor nominal; 3) emisión de obligaciones a un precio superior a su valor nominal; 4) de la venta de partes beneficiarias, creadas por el estatuto sin destino especial; 5) plusvalías derivadas de la sobrevaluación de los bienes; 6) donaciones, legados, loterías, etcétera.³

Dichos fondos constituyen lo que en Estados Unidos se conoce con el nombre de "surplus" (que significa literalmente excedente o superavit) mientras el nombre de beneficios (earned surplus) se reserva a las utilidades del ejercicio.⁴ Winiński señala,

² "L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats Unis", Dalloz, Paris, 1953, pág. 12.

³ GERMAN J. TIMMERMANN, "Las reservas en los balances de las Sociedades Anónimas", Rev. de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas de la Universidad del Litoral, pág. 169 y sgts.

⁴ SOLA CARIZARES, "Tratado de Sociedades por acciones en el Derecho comparado", Tipográfica Editora Argentina, Bs. As., 1957, t. I, pág. 428-429.

también, la diferencia entre el concepto de beneficio económico—equivalente al "surplus"— y el de utilidad jurídica que se encuentra separado de aquél tanto por razones prácticas como jurídicas.² Tancredi Bianchi, por su parte menciona la diferencia entre utilidades brutas y netas.³

De la distinción precedente entre beneficio en sentido lato (beneficio económico, "surplus", utilidades brutas) y beneficio en sentido estricto (earned surplus, utilidades netas) se deriva la posibilidad de una doble noción de autofinanciamiento. En sentido amplio, cuando la autofinanciación de la empresa se produciría por la acumulación de toda aquella clase de fondos que distinguamos. En sentido estricto, cuando se operaría únicamente por la no distribución de utilidades netas.

Esta doble noción es también desarrollada por Malissen, quien, empero, se inclina a considerarlas como dos maneras distintas de medir el autofinanciamiento de la empresa más que como dos nociones distintas del mismo.⁴

Sin embargo la distinción de estas dos nociones tiene consecuencias importantes: la definición amplia debe ser preferida mientras consideremos el aspecto económico del fenómeno que nos ocupa (así, por ejemplo, la sobrevaluación de los bienes a amortizar es una de las fuentes más importantes del autofinanciamiento); la definición estricta debe, en cambio, prevalecer al contemplamos el problema desde una perspectiva estrictamente jurídica. Así, por ejemplo y en este último sentido, la constitución de reservas sobre utilidades brutas, implica la formación de reservas ocultas que, como veremos después, y salvo excepciones, no son admitidas como instrumentos legales por la mayor parte de la doctrina y legislación comparadas.

Nos resta, para terminar de precisar la noción de autofinanciamiento, considerar la hipótesis de que éste puede producirse mediante el aumento de capital de la empresa, en lugar de serlo por la constitución de reservas. El aumento de capital puede operarse por tres métodos principales: por la emisión de nuevas acciones, por el pasaje de reservas a capital, y por la distribución de utilidades en acciones. Por el primer método la empresa recu-

² "El primero es todo aumento de valor en el patrimonio comprometido en la empresa; es, como se ha dicho, el excedente de riquezas sobre lo invertido en la actividad comercial y que existe independientemente de su determinación. Es como un concepto amplio en el que se involucran tanto los bienes que se adquieren por la actividad propia cuanto aquellos aumentos de valor derivados de otros fenómenos económicos sociales. Toda época valora queda allí involucrada", en "Utilidades líquidas y realizadas en las Sociedades Anónimas. Estudio de algunos conceptos para su mejor determinación jurídica", *Rev. An.*, 1946.

³ *Id.*, op. cit., pág. 188.

⁴ *Cfr.*, op. cit., pág. 13 y sgts.

rra a fuentes financieras externas a ella, recurre al mercado de capitales, por lo cual no puede considerarse comprendido en la noción de autofinanciación, aunque la posición de los accionistas en la sociedad difiera de los simples acreedores de ésta. Por el segundo y el tercero se opera una verdadera autofinanciación de la empresa que ha constituido reservas con las utilidades de los diferentes ejercicios. Pero estos últimos métodos sólo son relevantes jurídicamente; desde el punto de vista económico lo importante era la constitución previa de reservas en base a los beneficios no distribuidos.

En virtud de estas consideraciones podemos precisar dos nociones de autofinanciación: la económica que lo define como un proceso por el cual una empresa logra satisfacer sus propias necesidades financieras recurriendo a fuentes internas a ella, mediante la constitución de reservas, sean visibles, disimuladas u ocultas; y la noción jurídica, por la cual una empresa se autofinancia cuando constituye reservas en base a utilidades netas o cuando aumenta su capital social por el pasaje de reservas a capital, o por la distribución de utilidades en acciones.

II) IMPORTANCIA DEL AUTOFINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN LA ECONOMÍA CONTEMPORÁNEA

El proceso de autofinanciamiento de las empresas constituye en la economía contemporánea uno de los fenómenos más perceptibles e importantes, común, por igual, a los países con economía colectivista y a los que asientan su economía en el mercado y en la propiedad privada de los medios de producción. Existe, sin embargo, una desigual importancia relativa del proceso de autofinanciación en los países de economía colectivista y en los de economía de mercado.

En los primeros la autofinanciación constituye uno de los pocos modos de financiamiento de las empresas, junto con los aportes estatales a las mismas. La razón aparece clara: no existiendo en tales países un mercado de capitales privados en donde puedan colocarse acciones u obligaciones, ni instituciones de crédito privadas, y considerando, además, la propia estructura de las empresas, es dable concluir que el proceso de autofinanciamiento será una fuente principalísima y casi única (junto con los aportes estatales en créditos, etc.) de financiación de las empresas.

Pero incluso en los países de economía de mercado y de propiedad privada de los medios de producción, en donde existe un mercado de capitales, el financiamiento de las empresas por medios propios ha cobrado una real importancia hasta constituir, equívocamente... la principal fuente de inversión de las mismas...

Algunas cifras y opiniones ilustrarán mejor esta afirmación:

En Francia, en el ejercicio 1952-53, el 88 % de las inversiones ha sido cubierto por la autofinanciación y por el ahorro forzoso a costa de los dividendos.⁹ "Las sociedades francesas —expresa Ripert— tienen tendencia a no distribuir todos los beneficios y efectuar grandes reservas. El fisco que veía así disminuir el producido del impuesto a los réditos de los valores mobiliarios, ha querido gravar las reservas (ley del 31 de diciembre de 1935). Posteriormente ha renunciado a esta imposición (ley del 12 de enero de 1941)".¹⁰

Respecto a los Estados Unidos, contamos con estadísticas correspondientes a sociedades manufactureras y mineras durante el período 1947/56 dadas a conocer por el C.F.I.¹¹

Fuentes de fondos

I	Depreciación	30 %
II	Utilidades no distribuidas	34 %
III	Emisión de acciones	2 %
IV	Acreedores a largo plazo	14 %
V	Acreedores a corto plazo	14 %
VI	Otras fuentes	7 %

De acuerdo a este cuadro el proceso de autofinanciamiento (puntos I y II) aparece constituyendo el 64 % del total de la inversión de las empresas consideradas, cifra que es susceptible de ser aumentada pues no conocemos si en el 2 % por emisión de acciones está comprendido el pasaje de reservas a capital o distribución de utilidades en acciones, y además, no conocemos la discriminación del 7 % correspondiente a otras fuentes. De allí que en el mismo estudio se señale que "existen para el país del norte otras estimaciones que hacen llegar al 71 % el aporte de fuentes internas al financiamiento".¹²

A fines del año 1959 el estado de situación y de resultados para todas las empresas manufactureras organizadas como "corporaciones" en Estados Unidos daba las siguientes cantidades

⁹ GAY DE MONTELLA, *Revista del Instituto de Derecho Comparado*, Barcelona, 1934, pág. 114, citado por C. OBRIGOLEA en "Algunas consideraciones sobre el autofinanciamiento de las empresas", en J. A., 1984-I, punto II.

¹⁰ GEORGES RIPERT, "Tratado Elemental de Derecho Comercial"; Tipográfica Editora Argentina, Bs. As., 1934, t. II, pág. 519.

¹¹ "Financiamiento del Desarrollo Económico", C.F.I. (Consejo Federal de Inversiones), Bs. As., 1961, pág. 87.

¹² *Id.*, op. cit., pág. 88.

(transcribimos sólo la parte correspondiente al pasivo de las empresas, porque es la pertinente al tema).¹²

Pasivo

Créditos bancarios a menos de un año	2,7 %
Adelantos recibidos del gobierno	0,7 %
Deudas comerciales	8,2 %
Deudas por impuestos	4,4 %
Otras obligaciones corrientes	5,3 %
Deudas bancarias a más de un año	1,8 %
Otras deudas a más de un año	10,3 %
Otras obligaciones no corrientes	1,0 %
Reservas no computadas en otros rubros	1,2 %
Capital	26,7 %
Beneficios no distribuidos	37,8 %
	100,0 %

Por este cuadro no podemos apreciar la incidencia de las distintas fuentes financieras en la inversión de la empresa, como en el cuadro anterior, sino sólo tomar nota del peso que tienen las reservas por beneficios no distribuidos y otros no computados (igual al 39 % del pasivo de la empresa), en la estructura económica de las empresas estadounidenses.

Respecto a Italia, y en general al proceso seguido por los diferentes países luego de la segunda guerra mundial señala Tancredi Bianchi: "El autofinanciamiento ha tenido amplia manifestación durante y después del conflicto mundial. A tal tendencia no es extraño sobre todo en el país nuestro, la ineficiencia del mercado financiero, en general y de la bolsa de valores en particular".¹³

En lo que atañe a la Argentina contamos también con cifras aunque exiguas, respecto a las fuentes financieras de las empresas, proporcionadas, también, por el C.F.I.¹⁴

Fuentes de fondos

En por ciento sobre cada total

<i>Internas</i>	60,0 %
a) Depreciación	12,2 %
b) Utilidades no distribuidas	33,1 %
c) Utilidades distribuidas en acciones	14,7 %

¹² *Id.*, pág. 88.

¹³ TANCREDI BIANCHI, *op. cit.*, pág. 225.

¹⁴ *Op. cit.*, pág. 88.

Externas

40,0 %

a) Acreedores	25,1 %
b) Fondos especiales	5,5 %
c) Nuevas suscripciones de capital	9,4 %

Y se señala en el estudio como conclusión a la transcripción de estas cifras: "Es importante señalar que aquello que sería verdadero «ahorro» de las empresas (aceptando que las utilidades distribuidas en acciones se computan en él) ha financiado en el período el 60 por ciento del incremento en el patrimonio neto que está representado analíticamente en el uso de los fondos".

Cabe anotar finalmente que la política de autofinanciamiento es seguida por igual en las grandes empresas, en las medianas y pequeñas, con una incidencia relativamente mayor en estas dos últimas, en cuanto les resulta más difícil recurrir al mercado del crédito y al financiero, en particular. Para estas empresas el ahorro mediante la acumulación de utilidades de ejercicio no distribuidas y la disponibilidad liberal del proceso de amortización, son la parte principal del gradual aumento de la dimensión empresarial, mientras que la gran empresa puede más fácilmente recurrir al mercado financiero, y, por lo tanto y al menos en teoría, puede sentir menor estímulo a acentuar la política de autofinanciamiento.¹⁸

Descripta en sus rasgos generales la importancia del fenómeno de la autofinanciación, en los puntos subsiguientes averiguaremos las causas del mismo y sus efectos con respecto a la economía global del estado. El análisis de estas cuestiones nos permitirá valorar a la autofinanciación. Valoración que incidirá posteriormente en la consideración de los problemas jurídicos con ella relacionados.

III) CAUSAS DE LA IMPORTANCIA DE LA AUTOFINANCIACIÓN

Como primera causa, y principal, de la importancia contemporánea del fenómeno que nos ocupa podemos señalar a la ineficiencia de los mercados financieros externos a la empresa. Odriozola, teniendo bien presente la realidad argentina, hace notar la dificultad de las empresas de recurrir a fuentes financieras extrañas a ella: porque el apoyo bancario es cuantitativamente menor como fuente de capitales (lo que puede comprobarse en los cuadros anteriores), por la dificultad y onerosidad del préstamo particular, por la dificultad de emisión de nuevas acciones ordinarias debido a la pesadez del mercado accionario,

¹⁸ TANCREDI BIANCHI, op. cit., págs. 221-2.

en donde sólo una minoría de las acciones que allí se cotizan superan el valor nominal de \$ 100 por acción (valor nominal que la sociedad deberá respetar si pretendiese nuevas emisiones, de acuerdo al 328 Cód. de Com.).²⁸

Los motivos que explican esta ineficiencia de los mercados financieros son variables de acuerdo con los países y a las épocas. Podemos, sin embargo, apuntar que la eficiencia de tales mercados depende, entre otras causas, de la importancia de los intermediarios financieros, de la mayor o menor cantidad de circulante, de la incidencia de la inflación sobre el crédito, y de los motivos psicosociales que determinan el ahorro y la inversión de la población. Debemos, por otra parte, tener bien presente que la eficiencia del mercado financiero externo depende, también, de las fases del ciclo económico que afecta a los países con economía capitalista, y que durante la faz de depresión las empresas se ven prácticamente imposibilitadas de acudir a fuentes financieras externas a ellas.

Una segunda causa importante para explicar la importancia actual de la autofinanciación, es el deseo de las empresas de asegurar su estabilidad y su expansión, aun a costa de una menor retribución del capital social. El principio de permanencia de las empresas está sólidamente arraigado en los administradores que toman las precauciones necesarias para que no se vea afectada, por falta de previsión, la marcha de aquellas, aunque deban para esto entrar en conflicto con los accionistas particulares, que generalmente pretenden una elevada tasa de dividendos. Más adelante volveremos sobre el conflicto entre administradores y accionistas, pero, sin perjuicio de ello, podemos señalar aquí que, aunque éste efectivamente existe, la posibilidad de pagar elevados dividendos depende muchas veces de una previa expansión de la empresa debida al autofinanciamiento.

Tancredi Bianchi ha estudiado el caso de las empresas italianas que tienen las mayores tasas de dividendos y sus conclusiones son importantes de reseñar. Observa que en el caso de la FIAT —una de ellas— mientras tiene una tasa de dividendos del 17 % sobre el valor nominal de la acción, existe una remuneración efectiva de los medios propios emergentes del balance de cerca de un tercio. Otro tanto sucede con la elevada tasa de dividendos de Italcementi, que se reduce a menos de la mitad en cuanto se relaciona con la suma del capital social aumentada del autofinanciamiento por acumulación emergente del balance público. Y concluye: "Pero la tasa de dividendos del 20 al 25 % para la industria y también cerca del 40 % para algunas empresas bancarias

²⁸ Op. cit., punto I.

aparece en todo caso desproporcionado si no jugase el efecto de precedentes notables autofinanciamientos".¹⁷

Por lo que podemos comprobar que, a largo alcance, los intereses de los administradores y accionistas terminan por coincidir.

En tercer lugar cabe señalar la particular situación de las empresas que no se cotizan en bolsa. Si la mayoría de las empresas, en algunos países se encuentran con particulares dificultades de financiación debido a la ineficiencia de los mercados de capital, la situación se agrava respecto de las empresas que no cotizan sus títulos en bolsa. En estos casos su fuente de recursos, casi única es la autofinanciación.

Es importante apreciar en orden a las causas que explican la contemporánea importancia del fenómeno en estudio, la incidencia de la política estatal. El estado frecuentemente regula la política de dividendos de la empresa. Algunas veces lo hace movido por circunstancias especiales como durante y después de la guerra en que creyó prudente limitar los beneficios exorbitantes percibidos por algunas empresas. Así Francia, al igual que Alemania e Italia, redujo por ley del 28 de febrero de 1941 los dividendos susceptibles de ser distribuidos al monto del mayor dividendo distribuido en uno de los tres años anteriores a la guerra o, en su defecto, al seis por ciento del capital social;¹⁸ también fueron limitados los dividendos en Suecia, por ley de 1948.¹⁹ Otras veces el estado debe intervenir en la distribución del dividendo y en la constitución de reservas movido por razones de desarrollo económico. Así el estado puede fijarse determinados objetivos a alcanzar en algunos o todos los sectores de la producción y favorecer una política de ahorro de la empresa.²⁰

Todo este complejo de causas estructurales, de política empresarial y estatal explican el auge del autofinanciamiento en la

IV) EFECTOS DEL FENÓMENO DE LA AUTOFINANCIACIÓN.

SUS DEFECTOS

La autofinanciación es un fenómeno pródigo de consecuencias para la empresa y para la economía general. Del balance de sus defectos y de sus ventajas, obtendremos una valoración del mismo.

¹⁷ *Op. cit.*, pág. 233. *Cfr.*, también, págs. 217-234.

¹⁸ *Cfr.*, GEORGES RIPERT, *op. cit.*, pág. 513.

¹⁹ SOLA CASTELLANOS, *op. cit.*, t. II, págs., 441-42.

²⁰ Cuyos métodos más comunes serían: la exención de utilidades a la reinversión, la permisión de la depreciación acelerada y la revaluación de los activos. Ver C.F.J., *op. cit.*, pág. 92.

economía contemporánea. Nos interesará, ahora, apreciar los efectos del fenómeno.

Podemos resumir las principales desventajas:

a) *Incidie negativamente sobre el mercado financiero.*

Habíamos apreciado, en el punto anterior, que una de las causas de la importancia actual de la autofinanciación consistía en la ineficacia de los mercados financieros. Pero tal ineficacia se ve luego agravada por el proceso de financiamiento interno de la empresa. Este proceso: sustituye el ahorro voluntario privado por el de la gestión; sustrae cuotas importantes de ahorro de los órganos habituales de acrecentamiento y redistribución del capital monetario, en desmedro por lo tanto de los intermediarios del crédito (bolsa, banca, sociedades de inversión, etc.); aumenta el peso de las grandes empresas industriales respecto a los organismos financieros, etc.²¹

Sin embargo estas consideraciones no nos parecen decisivas, especialmente respecto a la Argentina. En primer lugar, el ahorro voluntario se determina por razones psicosociales que pueden resultar negativas para la comunidad. El ahorro individual, en nuestro país, se mueve en gran medida determinado por fines de especulación o bien demuestra preferencia por inversiones inmobiliarias en desmedro de las inversiones en acciones; por otra parte, tampoco es posible desconocer la enorme evasión de capitales que sufre desde hace años nuestro país y que expresaría la tendencia de parte del ahorro individual a no reinvertirse en el país. En segundo término es complementariamente insuficiente el desarrollo alcanzado en la Argentina por las sociedades de inversión que podrían corregir las tendencias negativas de la inversión individual; la realidad lamentable de los otros intermediarios financieros como la bolsa de valores, también es bien conocida. Finalmente hay que recordar que no sólo las grandes empresas recurren a la autofinanciación sino que, como hemos visto en puntos anteriores, es muy probable (no tenemos cifras al respecto) que en términos relativos sean las empresas pequeñas y medianas las que más recurran a este procedimiento.

b) *Contribuye a la formación de trusts, holdings, etc.*

La ampliación desmedida de las inversiones de las grandes empresas dota a éstas de medios suficientes para invadir las áreas

²¹ TANCREDI BIANCHI, *op. cit.*, págs. 226-27.

de otras empresas menores, y absorberlas por medio de la constitución de trusts, holdings, etc.

Sin embargo tampoco este efecto nos parece esencial, pues puede ser corregido mediante una adecuada política legislativa y judicial antitrusts.

c) *Acentúan los desequilibrios territoriales en la formación del ahorro y en la distribución de las inversiones.*²²

Estos desequilibrios territoriales que resultarían del autofinanciamiento de las grandes empresas ubicadas en algunas zonas, existirían igualmente en el caso de operar un eficiente mercado financiero que proporcionara la mayor fuente de capitales a las empresas, y sólo podría ser corregido por una adecuada política estatal que determinara las zonas en que debieran realizarse las nuevas inversiones y, eventualmente, procediera a desconcentrar si fuera posible) ciertas áreas sobrecargadas de establecimientos industriales.

d) *Puede producir un desequilibrio en la estructura económica de las empresas.*

El recurso a fuentes financieras internas a la empresa debe, en primer lugar, asegurar los típicos valores productivos de la empresa, es decir su desenvolvimiento ordinario. Cuando la inversión se ramifica excesivamente se produce, muchas veces, un desequilibrio financiero de la empresa que requiere nuevas inversiones, para asegurar el correcto desenvolvimiento de las nuevas plantas. Estas nuevas necesidades de capital traen como consecuencia que la empresa deba recurrir al mercado del crédito, pudiendo ser difícil para ella hacerlo si ha procedido a su autofinanciamiento por una reducción excesiva de la distribución de beneficios.²³

De cualquier manera, debemos señalar a modo de crítica, que es un problema de prudencia de los administradores determinar cuáles deben ser las nuevas inversiones de las empresas y de elaborar una adecuada política de dividendos estables y aumentos gratuitos de capital, que permiten mantener el equilibrio económico de la empresa y poder acudir al mercado de capitales cuando fuere preciso.

Es, entonces, apreciable que las desventajas que puede ocasionar el fenómeno de la autofinanciación, o no son tales (casos de "a" y "c"), o son solucionables (casos de "b" y "d"). Exis-

²² *Id.*, *id.*, pág. 237.

²³ *Id.*, *id.*, págs. 224-228.

ten, además, otras razones por las cuales creemos que la autofinanciación debe alentarse.

V) EFECTOS DEL FENÓMENO DE LA AUTOFINANCIACIÓN. SUS VENTAJAS

Podemos resumir brevemente las principales ventajas del autofinanciamiento del siguiente modo:

a) La autofinanciación corrige la relación entre lo que se ahorra y lo que se invierte,²⁴ efecto por demás deseable en un país como el nuestro.

b) Permite resolver las dificultades ocasionadas por la carencia de mercados de capitales ordenados y suficientes, y, especialmente permite ampliar la dimensión de las empresas pequeñas y medianas que tienen un acceso menor a dichos mercados.

c) Es un elemento necesario a la estabilidad y permanencia de las empresas. De aquí la defensa que la concepción institucionalista del derecho hace a las soluciones jurídicas que permiten allanar el camino a la autofinanciación.

d) Permite eludir los efectos desfavorables de la faz depresiva del ciclo económico y mantener una cierta estabilidad en los dividendos que paga la empresa.

e) La ampliación de las dimensiones y de la capacidad productiva de las empresas que se genera en virtud del autofinanciamiento colabora decisivamente en el crecimiento económico del estado. De allí que éste deba favorecer tal proceso, y tenerlo muy especialmente en cuenta al establecer, en sus planes económicos, metas a alcanzar en los distintos sectores productivos de la comunidad.

En virtud de estas consideraciones, estimamos que deben preconizarse aquellas soluciones jurídicas que favorezcan el autofinanciamiento de las empresas.

VI) LOS MÉTODOS JURÍDICOS QUE PERMITEN LA AUTOFINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

Los métodos jurídicos por los cuales puede operarse la autofinanciación de las empresas son dos: la constitución de reservas (sean facultativas o libres) y el aumento del capital (por medio

²⁴ *Id.*, *id.*, pág. 227.

del pasaje de reservas a capital, o por la distribución de utilidades en acciones). En el transcurso subsiguiente de este trabajo circunscribiremos nuestro estudio al primero de dichos métodos, por estimarlo de más importancia en lo que atañe a la autofinanciación de las empresas.

VII) NOCIÓN Y FINALIDAD DE LAS RESERVAS

Alfredo de Gregorio²² define a las reservas "como una determinada suma de valores patrimoniales activos excluidos de la distribución —agregada a la parte mencionada necesaria para cubrir el capital social— con el fin de procurar a la empresa mayor seguridad y solidez económica". Y agrega que, como el aumento de la reserva presupone el aumento del patrimonio neto (o sea presupone que el capital social y las reservas precedentemente constituidas están plenamente cubiertas), todas aquellas cuentas que sirven para comprobar pérdidas y deudas, o para reducir al justo valor algunos rubros del activo, deben excluirse de la nómina de las reservas. Es la misma opinión de Gay de Montella, quien también considera que la reserva tiene lugar por la detracción sobre los beneficios netos, y por lo tanto no la constituyen otras cuentas que suelen aparecer en los balances de las empresas con el nombre de "reservas".²³

No es, empero, una sobación pacífica. En estudios especializados Cassagne Serres²⁴ y Germán J. Timmermann,²⁵ entre otros, utilizan una terminología amplia titulado reservas a todas las cuentas que aparecen con ese nombre en los balances de las S. A., tengan su fuente en los beneficios netos o en los beneficios brutos de la empresa.

En realidad la cuestión no es meramente terminológica. En primer lugar cabe señalar que dichas cuentas que figuran en los balances con el nombre de "Reservas" (por ejemplo: cuentas de amortización, cuentas por deudas inexigibles o dudosas, por siniestros pendientes, etc.) implican valuaciones, sea de instalaciones e implementos a amortizar, sea de riesgos futuros, de deudas inexigibles, etc., y como tales, dichas valuaciones significan en parte valores patrimoniales actuales y en parte verdaderas reservas. En segundo término nos toca tener presente que tales valu-

²² "Los Balances de las S. A. Su régimen jurídico"; Ed. Depalma, Bs. As. 1933, pág. 403.

²³ GAY DE MONTELLA, "La vida económica y financiera de las Sociedades Anónimas", Bosch, Barcelona, 3ra. Ed., 1944, pág. 197.

²⁴ "Las Reservas Legales, Técnicas, Facultativas, Discretadas y Oculitas en las S. A.", Bs. As., 1933.

²⁵ Op. cit., pág. 170 y sigs.

ciones cuando son exageradas, implican verdaderas reservas ocultas que son declaradas ilegales por las más fuertes tendencias doctrinarias. Empero reconociendo —con De Gregorio— la dificultad para deslindar en tales cuentas lo que tienen de valores actuales y lo que tienen de apreciaciones futuras preferimos la terminología amplia de "Reservas".

Las reservas reconocen diferentes finalidades. Así pueden crearse para: a) compensar o aminorar las consecuencias de las pérdidas eventuales; b) para responder a los gastos extraordinarios previstos e imprevistos; c) para alcanzar un fin especial (v. g. regularidad en la distribución de dividendos); d) destinadas a un mayor desenvolvimiento de la empresa; e) reservas sin destino determinado (de previsión general); f) reservas para primas de seguros.⁷⁹ Podemos resumir estas finalidades, diciendo que las reservas tienen función aseguradora de la integridad del capital social —en este sentido es garantía de los acreedores de la empresa—, de previsión de nuevas circunstancias y destinadas a ampliar los medios de acción de la empresa (autofinanciación).

Pero esta ampliación de los medios de acción de la empresa puede resultar no sólo de cuentas especiales con tal fin y que se constituyan con beneficios netos no distribuidos, sino también de cuentas que tengan función aseguradora o de previsión. En este último caso se tratan casi seguramente de reservas ocultas o disimuladas.

VIII) RESERVAS DISIMULADAS Y OCULTAS

Reservas disimuladas son aquellas que aparecen en los balances con un monto inferior a su valor real. Las ocultas son aquellas que no son puestas de manifiesto por los balances.

Las principales cuentas o "reservas" del balance que pueden dar lugar a la formación de reservas ocultas son: a) cuentas de amortización; b) cuentas de reservas por deudas inexigibles o dudosas; c) cuentas de reserva o fondos para oscilación del valor de los títulos; d) cuentas o fondos de garantía; e) reservas para siniestros pendientes, o riesgos futuros.⁸⁰

Las reservas disimuladas y ocultas ocasionan tanto ventajas como desventajas. Entre las primeras podemos apuntar: 1) permite disimular una pérdida extraordinaria o una disminución de

⁷⁹ CASSAGNO SERRES, *op. cit.*, págs. 13-15.

⁸⁰ Cfr., DE GREGORIO, *id.*, págs. 406-413: sintetizamos en la exposición todos los análisis que hace el autor sin considerar, empero, todas las hipótesis que enumera el autor, sino sólo las que estimamos más importantes.

beneficios ocurridos durante el curso de un ejercicio, sin detrimento del capital, evitando la brusquedad de una baja en la cotización de las acciones y obligaciones;²¹ 2) puede ser necesario acudir a ellas para mantener el prestigio de una empresa y de sus valores en bolsa, en cuanto que la aparición de las reservas no es recomendable financieramente sino en el caso de estar seguro el Consejo de Administración de no tener que usar de ellas, o bien de que tengan que desaparecer rápidamente;²² 3) las reservas ocultas en el fondo de amortización pueden ser especialmente necesarias para permitir a la empresa no solo renovar su material sino para realizar las nuevas inversiones que el progreso técnico exige: es por ello que este tipo de reservas ocultas resultan muchas veces amparadas por el estado.²³

Entre las desventajas más notorias enumera Gay de Montellá las siguientes: 1) la detención del dividendo atenta contra el capital; 2) subtrae al balance sus condiciones de sinceridad; 3) lesiona derechos cuando coexisten diferentes categorías de accionistas; 4) puede favorecer la especulación respecto a las personas que están advertidas de la marcha de la empresa.²⁴

Teniendo presente las tres primeras desventajas, el grueso de la doctrina se inclina a restarles juridicidad, por lo que, en principio, deberíamos prescindir de este método para producir la autofinanciación de las empresas.

IX) LA AUTOFINANCIACIÓN POR CONSTITUCIÓN DE RESERVAS LIBRES. EXPOSICIÓN DEL PROBLEMA

El medio jurídico más importante y, por otra parte, el más aceptado doctrinariamente para que pueda operarse la autofinanciación de las empresas —y, especialmente, de las sociedades anónimas— es la constitución de reservas especiales por medio de beneficios líquidos no distribuidos.

Este método de autofinanciación engendra delicados problemas jurídicos, a los que nos referiremos en la segunda parte de

²¹ = GAY DE MONTELLÁ, *op. cit.*, pág. 77, pág. 263.

²² El art. 96 del TU de la ley sobre la imposición directa establece que: "El período de amortización de las nuevas plantas y de la ampliación, transformación y reconstrucción de las plantas existentes, puede en propuesta del contribuyente reducirse en un más de dos quintos. En tal caso la amortización tiene iniciación desde el ejercicio en el cual el gasto es realizado y se añade a las cuotas normales en el dicho ejercicio y en los tres sucesivos, una ulterior cuota no superior al quince por ciento de los gastos." TANCREDI BIANCHI, *op. cit.*, pág. 206. Para el desarrollo del tema: págs. 200 a 208.

²³ *Op. cit.*, parág. 77, págs. 202-4.

este trabajo. Problemas jurídicos que resultan —como la mayoría de las hipótesis que normativiza el derecho— de un previo conflicto de intereses entre partes económicamente diferenciadas. Estas partes son: el accionista individual, la empresa como institución y la sociedad en general.

Por una parte la mayoría de la doctrina y legislación nacional y extranjera reconoce un derecho del accionista al dividendo. Por otra, también se reconocen a los administradores o a la Asamblea de accionistas el derecho de limitar la distribución de beneficios teniendo presente las necesidades de conservación y progreso de las empresas (autofinanciación). Finalmente el estado, guardián de los intereses de la comunidad, aparece como interesado en el progreso de toda esa comunidad en conjunto, y por lo tanto interesado en favorecer el proceso de continua inversión de las empresas.

Segunda parte

ASPECTOS JURIDICOS DEL PROBLEMA DE LA AUTOFINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS

I) Introducción

Nos hemos referido en el párrafo anterior a que la protección que hace la doctrina al accionista individual se centra, en el caso en estudio, en el reconocimiento de un derecho al dividendo. Pero esa misma doctrina suele distinguir entre tres especies de este derecho: derecho abstracto al dividendo, derecho al reparto periódico de utilidades, derecho concreto al dividendo.

Asimismo hemos aludido a la preocupación de la doctrina por la suerte de la empresa, que necesita de la constitución de reservas por medio de beneficios líquidos no distribuidos para ampliar o conservar sus medios de acción económicos. Ella suele distinguir, en este último caso, si las reservas están o no previstas en el estatuto y las opiniones divergen, especialmente, en cuanto se trata de determinar cuáles son los órganos, y en qué condiciones, encargados de constituir tales reservas.

A continuación trataremos de ir considerando sucesivamente estas alternativas.

II) DERECHO ABSTRACTO A LAS UTILIDADES

Para una buena parte de la doctrina el derecho al dividendo es uno de los derechos individuales que le corresponden al accionista por el solo hecho de ser tal. De allí que no podamos entrar al análisis de ese derecho sin tener, siquiera, una idea somera de la teoría de los derechos individuales de los accionistas.

a) Teoría de los derechos individuales de los accionistas.

La teoría denominada en Alemania de los "sonderrechte" y en Suiza de los "derechos adquiridos" consiste en reconocer a los accionistas la existencia de ciertos derechos que se derivan directamente de la ley o de los estatutos, y que son independientes de las resoluciones de la Asamblea general o de la Administración.²²

Se elaboró en Alemania en torno al art. 35 del Código Civil sobre Asociaciones aplicable a las Sociedades Anónimas y en Suiza sobre la base del 627 del antiguo texto y del 948 de la nueva ley. En Francia, en cambio, por leyes de noviembre de 1913 y mayo de 1930 se niega la posibilidad de crear mediante el estatuto otros derechos intangibles al lado de los declarados expresamente como tales por la ley.²³ En Brasil la ley confiere al accionista unos derechos de los que ni los estatutos ni la asamblea podrán privarle.²⁴ En España contempla tales derechos el art. 39 de la nueva ley de sociedades del año 1951.

Para ejemplificar cuáles son estos derechos podemos enumerar los que confiere la acción en Estados Unidos: 1) El derecho al control y a la administración, de los cuales el principal es el derecho al voto; 2) el derecho de propiedad, que incluye el derecho al dividendo y al activo social, el de ser registrado como accionista y el privilegio de no responder por las deudas sociales; 3) el derecho de protección y reparación que comprende los derechos de información e inspección, de impugnar los actos ilegales, y, en general los derivados del common law, la equity o la ley en los casos en que se atente contra los derechos del accionista.²⁵

La fundamentación de tales derechos —para Ripert— se ha hecho en la doctrina desde un doble ángulo: 1) considerándolos

²² Cfr. ROBERTO GOLDSCHMIDT, "Problemas Jurídicos de las Soc. Anónimas", Ed. Depalma, Bs. As., 1948, pág. 49. Cfr. GARGO, "Sociedades Anónimas", Ediar Editores, Bs. As., 1954, t. II, pág. 167 y arts. Cfr. SOLA CASAZARES, "Trat. de Sociedades por acciones en el Derecho Comparado", Tipográfica Editora Argentina, Bs. As., 1957, t. I, págs. 33-34.

²³ GOLDSCHMIDT, *id.*, pág. 49.

²⁴ SOLA CASAZARES, *id.*, págs. 129-130.

²⁵ *Id.*, *id.*, pág. 390.

un efecto del contrato de sociedad, en cuanto el accionista no puede verse privado de los derechos que se le han atribuido por contrato, salvo si se ha admitido anticipadamente que podría imponérsele una renuncia o modificación; 2) o entendiéndose que resultan de ser la sociedad anónima parecida al estado de constitución democrática. La primera fundamentación la parece atacable a Ripert por el hecho de que la mayoría de las leyes permiten la modificación de los estatutos en todas sus disposiciones; nosotros agregamos por nuestra parte, que tales derechos son reconocidos en muchos casos directamente por la ley y el estatuto no puede violarlos. La segunda teoría le merece la objeción de que en un estado los derechos individuales de los ciudadanos son inherentes a la naturaleza humana, lo que no sucede en el caso de la sociedad anónima.

De allí que Ripert se incline por una tercera fundamentación: la sociedad anónima es una creación del estado, que tiene como característica estructural limitar el poder de los órganos de la sociedad en beneficio de los accionistas; el accionista que defiende su derecho, contribuye con su defensa a la limitación de este poder y mantener la construcción jurídica en su regularidad".³⁸

Para Ascarelli no se pueden hablar en rigor de derechos individuales de los socios, sino que de la posición o "status" de socio se derivan a la vez deberes, derechos (algunos patrimoniales y otros no patrimoniales) y facultades. Los derechos y facultades extrapatrimoniales garantizarían ciertos derechos patrimoniales, como el derecho al dividendo y el de participación en las utilidades.³⁹

Con todo, gran parte de la doctrina moderna —expresa Bodenheimer—, es contraria a reconocer derechos subjetivos a los socios. Se inclina más bien a resolver el problema de la protección de los miembros de una entidad, en cuanto opone a la autonomía de las entidades ciertos límites objetivos (principios de igualdad, buenas costumbres), principios que tienen la ventaja de ser menos rígidos y absolutos que los derechos subjetivos y ser, por lo tanto, más aptos para adaptarse al carácter dinámico de la vida económica moderna.⁴⁰

También pueden provenir críticas con respecto a la existencia de tales derechos subjetivos, y en tanto reconocan una fundamentación contractual, de la teoría de la institución. Reconocida la Sociedad anónima como una institución y no como una entidad

³⁸ RIPERT, "Trat. Elemental de D. Comercial", t. II, págs. 350-351.

³⁹ TULLIO ASCARELLI, "Principios y problemas de las Sociedades Anónimas", Colección de Estudios Jurídicos, Imprenta Universitaria, México, 1951, págs. 46-47.

⁴⁰ Cit. por GOLDSCHMIDT, op. cit., pág. 66.

de naturaleza contractual, tiene determinados fines sociales que realizar. Los derechos e intereses privados deben, muchas veces subordinarse a tales fines. De aquí que los derechos de los socios no se determinen en el acto constitutivo de una manera definitiva sino que puedan ser modificados si la vida o la prosperidad de la sociedad lo exigen.⁴³

Pero aún admitida la existencia de derechos individuales del accionista, y que el derecho al dividendo es uno de ellos, nos resta todavía determinar el alcance de éste.

b) *Derecho abstracto a las utilidades.*

Para Sussini la doctrina suele distinguir entre el derecho del accionista a las utilidades netas y el derecho al reparto periódico de éstas.⁴⁴ Las consecuencias de tal distinción serían las siguientes: el primero es inderogable tanto por el estatuto como por la asamblea general, en cuanto se trata de un derecho individual que protege al accionista; el segundo, en cambio, complementario del anterior es renunciable no sólo individualmente, sino que podría ser suprimido por el estatuto social o posteriormente por reformas de estatutos por la asamblea general.⁴⁵

Dejaremos para un tratamiento posterior el segundo de estos derechos, el del reparto periódico de utilidades, y haremos ahora unas breves consideraciones sobre el primero de ellos; el derecho a las utilidades netas o derecho abstracto al dividendo.

Su fundamentación puede ser diversa: 1) en algunos casos surge explícitamente de la ley, como en el Brasil,⁴⁶ en la nueva ley Suiza (art. 646 III), en el nuevo código italiano de 1942 (art. 2350: cada acción atribuye el derecho a una parte proporcional de las utilidades netas y del patrimonio netos resultante de la liquidación. . .), en la nueva ley, sobre sociedades anónimas, española de 1951 (art. 39 inc. 1), en el Anteproyecto de Ley General de Sociedades de Malagarriga y Astiria; 2) en otros casos se la encuentra en el Código Civil, al considerar la causa del contrato

⁴³ RIFERT, *id.*, pág. 18.

⁴⁴ MIGUEL SUSSINI (h), "Los dividendos de las S. A.", Ed. Depalma, Bs. As., 1951, págs. 46-47. Cfr., RIFERT, *op. cit.*, pág. 369: "El derecho del accionista no es, pues, un derecho a exigir cada año una parte de los beneficios; es sólo el derecho a no ser indebidamente privado de sus derechos sobre los beneficios realizados y las reservas constituidas". Cfr., también DE GREGORIO, en BOLAFFIO-ROCCO-VIVANTE, *D. Comercial*, t. 6, vol. I de Sociedades, pág. 574.

⁴⁵ SUSSINI, *id.*, 54. Ver infra IV, respecto a la última parte de la opinión de Sussini.

⁴⁶ SOLA CARIZARES, *id.*, tomo I, págs. 129-130.

de sociedad.⁴⁴ Así para Odróizola resulta el derecho analizado de la finalidad del contrato de sociedad y de su propio objeto que es partir el lucro que pueda resultar de la explotación comercial.⁴⁵

Sin entrar a discutir la primera fundamentación, que depende de los diferentes ordenamientos jurídicos estatales, podemos señalar que la segunda no puede aceptarse sin ciertas críticas. Tales críticas resultan del cambio institucional operado en las sociedades anónimas que implica que, muchas veces, los accionistas no se hagan parte de la sociedad con el ánimo de vivir todas sus vicisitudes (*affectio societatis*) y ni siquiera con el deseo de obtener un lucro que emane de los propios negocios sociales. Por el contrario tal ánimo de lucro puede tener motivaciones completamente diversas como las que resume Solá Cañizares acertadamente: 1) para hacer una inversión de capital y en este sentido la práctica ha creado acciones a interés fijo; 2) para hacer especulaciones con los títulos; 3) para realizar una determinada política industrial, comercial o financiera (sociedades "holdings"); aquí desaparece la idea de lucro respecto de la sociedad que se desea controlar; 4) para asegurar la existencia de un servicio público o de una empresa de interés público (estado accionista). "Todo esto —síntetiza Solá Cañizares— nos muestra como un elemento esencial, la finalidad de lucro, falta a menudo en los pretendidos socios de la llamada sociedad anónima".⁴⁶

De allí que el derecho al dividendo, si no resulta de una explícita creación de la ley, sería de existencia discutible, salvo que se aceptara como causa del contrato de sociedad anónima una idea más amplia que la tradicional.

III) DERECHO AL REPARTO PERIÓDICO DE UTILIDADES

Admitido sin discusión por la mayoría de la doctrina —que, en general, no se hace eco de las críticas precedentes— la existencia de un derecho abstracto al dividendo, una parte de los autores que se ocupan del tema intentan fundamentar, luego, la existencia del derecho al reparto periódico de utilidades.

Fundamentación que podemos sintetizar brevemente así:

1) Desde un punto de vista rigurosamente dogmático puede afirmarse que no existen utilidades hasta la finalización de la

⁴⁴ DE GREGORIO, en *Boletín-Rocco-Vivante*, II, pág. 374. DE GREGORIO, en "Los Balances de las S. A. Su régimen jurídico"; Ed. Depalma, Bs. As., 1950, pág. 85.

⁴⁵ *Op. cit.*, párrafo IV.

⁴⁶ En "La crisis del concepto jurídico clásico aplicable a la empresa por acciones" (L. L., t. 48, pág. 388).

empresa y consiguiente liquidación. Hasta ese momento no se puede establecer cuáles son las ganancias o pérdidas que ha producido la sociedad durante su vida.

2) Pero la costumbre y necesidades prácticas imponen la determinación periódica de utilidades, pues el aplazamiento de utilidades hasta la liquidación sólo sería posible en sociedades constituidas por corto plazo, o con el objeto de realizar una única operación comercial.

3) Además este derecho surge implícitamente de diferentes artículos del código de comercio (292 inc. 3, 361, 364, 847 inc. 2, 848 p. 1 del Código de Comercio) y 1755 del Código Civil.⁴⁸

4) Este derecho no constituye un elemento esencial al contrato de sociedad anónima, sino que es un elemento normal a él. Sería esencial si su ausencia o limitación pudieran hacer viciar de nulidad el contrato. Pero la doctrina, que estamos sintetizando, entiende que es un elemento normal del contrato de sociedad, y que por lo tanto puede ser dejado sin efecto tanto en el mismo contrato, como posteriormente por medio de la reforma de estatutos.⁴⁹

La consecuencia más importante que se deriva de esta opinión doctrinaria es que, como se entiende que el derecho al reparto periódico de utilidades es un derecho implícito, en ausencia de una cláusula estatutaria expresa que permitiera a la asamblea ordinaria disponer de parte de los beneficios (cláusula permisiva), ésta no podría constituir reservas especiales sin utilizar el procedimiento de reforma de los estatutos.

Más adelante nos haremos cargo de esta consecuencia. Ahora simplemente resumiremos un conjunto de argumentos que pueden oponerse a los que sustentan la existencia de un derecho al reparto periódico de utilidades.

1) Mientras los autores citados admiten la existencia de una costumbre en la determinación periódica de utilidades, Vivante ya señalaba que en los contratos de sociedad desde el siglo XIV era costumbre liquidar las ganancias al cumplirse el término fijado para la duración de la sociedad. Y que esa misma costumbre prevalecía, actualmente en Italia, donde las sociedades destinan una parte importante de utilidades para aumento de capital.⁵⁰ También para Rivarola existe en las sociedades anónimas un uso

⁴⁸ Cfr. SUSSINI, op. cit., págs. 40-41. Cfr. HALPERIN, "Manual de Sociedades Anónimas", Cap. V, pág. 170. Cfr. DE GREGORIO, "Los Balances de las S. A.", pág. 89 y sgts.

⁴⁹ SUSSINI, id., pág. 43; HALPERIN, id., pág. 171; DE GREGORIO, id., págs. 100-101.

⁵⁰ Cit. por SUSSINI, págs. 43-44.

constante en la formación de reservas para dar mayor solidez a los negocios sociales para ampliar los mismos y para preservar a la sociedad de recurrir a nuevas suscripciones de capital en el futuro.⁵² La importancia de las cifras de la autofinanciación que hemos expuesto en la primera parte permitiría inducir la existencia de una costumbre de este tipo. Pero aun cuando pudiera acreditarse la existencia de un uso como el que alude la doctrina nacional hay que recordar —con Messineo— que un uso siempre es derogable por otro uso.⁵³

2) En cuanto a los artículos de los que surge implícitamente tal derecho en nuestro ordenamiento legal nos merece las siguientes consideraciones:

a) el art. 1755 del Código Civil, citado en apoyo de su tesis por Sussini, no establece ninguna obligación de repartir ganancias anualmente: sólo se refiere a la actitud del acreedor frente al socio deudor, en el caso de que se le hubieren asignado a éste una parte de las utilidades del ejercicio. Más aún, señala la posibilidad de que el socio, teniendo utilidades asignadas, no tuviera el derecho de retirarlas de la sociedad.

b) el 292 inc. 3 del Código de Comercio establece que la escritura de la sociedad debe contener las bases para la formación de los balances, y el cálculo y distribución de utilidades. No impone ninguna obligación de que haya que hacerse un reparto periódico de utilidades. Ni siquiera se prevé tal situación en subsidio de estipulación expresa al respecto.

c) el 361 impone a los directores a fin de cada año la obligación de presentar (entre otras cosas) "la propuesta del dividendo o fondo de reserva en su caso". Es de notar, en primer lugar, que se trata de una obligación de los directores y que la asamblea puede no seguir la propuesta que ellos hagan. En segundo término el artículo contempla la propuesta de un fondo de reserva por los directores, con lo que implícitamente el artículo establece la legitimidad de tal tipo de fondos. Pero será siempre la asamblea la que decidirá, al considerar tal propuesta, el "quantum" del dividendo repartible o del fondo de reserva a constituir.

d) el art. 364 establece la obligatoriedad de que el reparto hecho a los accionistas sea sobre la base de beneficios irrevocablemente realizados y líquidos, comprobados en la forma determinada en el código y los estatutos de la sociedad. Con esto se intenta proteger la integridad del capital. Pero de aquí no se

⁵² Cfr., "Sociedades Anónimas"; Librería y Editorial "El Ateneo", 4ta. ed., Bs. As., 1942, págs. 469-81.

⁵³ "Manual de Derecho Civil y Comercial"; Ediciones Europa-América, Bs. As., 1955, t. V, pág. 508-4.

puede inducir la existencia de un derecho al reparto periódico de utilidades: el artículo no menciona el caso de que habiendo utilidades líquidas y realizadas éstas deban ser repartidas.⁶⁴

e) Finalmente los artículos 847 y 848 al disponer la prescripción de las distintas acciones sociales no establecen como caso autónomo la prescripción de una acción que resulta de la violación del derecho al reparto periódico. De allí que la aplicación de tales artículos implica la demostración previa de la existencia del derecho que se trata de reconocer.

Es importante señalar, aquí, que en países como España en donde la legislación reconoce expresamente la existencia de un derecho al dividendo, no se pretende deducir de él la obligación por parte de la sociedad de repartir todas las utilidades del ejercicio. Así Garrigues-Uría derivan de tal derecho dos consecuencias: protege al accionista contra cualquier posible acto social que pretenda excluirle en la participación de los beneficios obtenidos por la empresa (v. g. acuerdos entre accionistas para privar a otros de su participación), y lo proteger, además, contra la posible decisión de la sociedad de no repartir los beneficios que obtenga, reservándolos indefinidamente. Pero la existencia de tal derecho no impediría que la sociedad, por la decisión de la mayoría de la Junta General, substráyese al reparto una parte de los beneficios de cada ejercicio económico en la medida que una norma de prudencia y de protección de los intereses sociales así lo aconseje.

Rivarola, por su parte, teniendo en cuenta de que el dividendo está sometido a la condición de existir beneficios y de que su reparto está, igualmente, sometido a la condición de encontrarse éstos disponibles, opina de que el derecho al dividendo consiste para el accionista, en no ser privado de la parte de beneficios disponibles. Es decir que, para este autor, el derecho al dividendo consiste en un simple derecho concreto al mismo.⁶⁵ Y agrega, que si bien el destino de las utilidades es el reparto, de ello no se deduce que, entre el momento en que se producen esas utilidades y el momento en que se hayan de distribuir, no pueda existir un tiempo intermedio en que su destino sea otro que el reparto. No partir ahora las utilidades no importa negar que hayan de partirse en el futuro.⁶⁶

De todo lo que antecede podemos concluir que el reconocimiento de la existencia de un derecho al reparto periódico de utilidades es una cuestión dudosa. Nosotros negamos la existencia de un tal derecho, al menos con respecto a nuestra legislación.

⁶⁴ Cfr., RIVAROLA, op. cit., pág. 458.

⁶⁵ "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", 2a. ed., Madrid, 1933, t. I, pág. 461 y sgts.

⁶⁶ Cfr., op. cit., pág. 462 y sgts.

⁶⁷ Id., op. cit., págs. 460-461.

IV) CONSTITUCIÓN DE RESERVAS SI ESTÁN PREVISTAS EN EL ESTATUTO

La doctrina nacional y extranjera contempla el problema de la constitución de reservas por parte de la asamblea en diferentes formas según éstas estén o no previstas en los estatutos. A continuación contemplaremos el primero de estos casos.

La constitución de reservas puede estar previstas en los estatutos en diferentes maneras: 1) como reservas estatutarias, es decir, indicadas en los estatutos originariamente o por vía de reforma: en este caso de las utilidades anuales se separa la suma que corresponde a las reservas previstas en los mismos; 2) como reservas facultativas: éstas no se imponen al Directorio en la confección del balance, sino que se someten a la prudencia de los órganos sociales.²⁸

La doctrina nacional coincide en que si el estatuto prevé la posibilidad de crear reservas extraordinarias, las resoluciones de la asamblea instituyéndolas serían legítimas y no prosperaría la oposición a su creación por parte de los accionistas y demás participantes de las utilidades.²⁹

Como excepción, en el derecho comparado, a esta solución podemos mencionar al decreto ley brasileño sobre S. A. del 26 de septiembre de 1940, que establece en su artículo 130 que en caso de existir fondos de reserva previstos en el estatuto, no puede asignarse la totalidad de utilidades a tal fin. Y por otra parte el monto de los fondos de reserva establecidos estatutariamente en ningún caso pueden sobrepasar la cifra del capital social realizado.³⁰

Es, sin embargo, un caso que reconoce muy pocos similares, en el derecho comparado, que más bien se inclina a soluciones distintas (ver punto V, "C").

V) CASO EN QUE LA CONSTITUCIÓN DE RESERVAS NO ESTÁ PREVISTA EN EL ESTATUTO

La doctrina y legislación comparadas difieren en este caso sobre qué órgano (y con qué mayorías la asamblea) puede constituir tales reservas. A continuación contemplaremos las sucesivas hipótesis.

²⁸ HALPERIN, *op. cit.*, pág. 282.

²⁹ Cf., SUSSINI, *op. cit.*, págs. 54-55; HALPERIN

³⁰ Cf., SUSSINI, *op. cit.*, pág. 61.

a) *No puede constituirse por la asamblea.*

Muy pocas opiniones doctrinarias o legislativas niegan absolutamente a la asamblea, la posibilidad de constituir reservas, en el caso de que éstas no estén previstas por los estatutos. A lo sumo le imponen la adopción de tal medida por el procedimiento de reforma de estatutos, como lo apreciaremos en el párrafo subsiguiente. Con todo en la doctrina nacional podemos citar la opinión de Garo, que disiente en este aspecto del resto de la doctrina nacional.

Para Garo²¹ ni con la mayoría simple, ni con las mayorías previstas en el art. 354 del Código de Comercio (para reforma de estatutos) pueden crearse reservas que impliquen la retención de los beneficios por tiempo indefinido o la supresión en absoluto de todo dividendo, porque éste es un derecho fundamental de todo accionista. Únicamente puede tomarse tal decisión por voluntad unánime de todos los accionistas y en una asamblea extraordinaria. Y agrega como fundamentación —la que traduce un evidente error de concepto— que ello es así porque tal decisión puede equipararse a un aumento del capital social o porque constituye una verdadera modificación de los estatutos.

En cuanto al derecho comparado, sólo el caso de la ley chilena adscribiría a tal posición doctrinaria, ya que para Solá Cañizares en ese país no podrían formarse por acuerdo de la asamblea reservas que no estuvieran previstas en la ley o en los estatutos, "por serlas, del tipo acciones, o competencias, o facultades, establecidas por el art. 466 del Código de Comercio."²²

b) *Puede constituirse la Asamblea por el procedimiento de reforma de estatutos.*

La mayoría de la doctrina nacional se adscribe a esta solución.

Así para Halperín "en ausencia de una cláusula estatutaria expresa la Asamblea de accionistas carece de facultades para suprimir la distribución, ni para crear reservas irrevocables que sean incompatibles con la naturaleza y finalidad de la institución: serían aumentos disfrazados del capital social, requerirían la mayoría y el quórum previstos por el 354 Código de Comercio, y darían lugar al ejercicio del derecho de receso, porque el derecho al dividendo no se origina en los estatutos, sino que se deriva de la ley y la costumbre".²³ Reconocería como excepción a esta

²¹ Op. cit., págs. 149-150.

²² Op. cit., t. I, pág. 283.

²³ Op. cit., págs. 170-171.

solución el caso de tratarse de una simple postergación de la distribución, teniendo en cuenta las conveniencias sociales.⁶²

Coinciden en lo sustancial con esta solución: Malagarriga,⁶³ Fernández,⁶⁴ Timmermann,⁶⁵ Allegria⁶⁶ y Sussini.⁶⁷

La fundamentación que da la doctrina es, pues, doble: 1) se trataría de un aumento disfrazado de capital social; 2) porque el derecho al dividendo (como derecho al reparto periódico de utilidades) se fundamenta en la ley y en la costumbre y requeriría para ser dejado sin efecto una expresa disposición estatutaria.

Nos hemos hecho cargo de la segunda fundamentación en el número III de esta segunda parte. Ahora nos restaría decir, con respecto a la primera que las reservas se convertirían en capital social sólo cuando se las distribuyera en acciones. Impide la asimilación de las reservas al capital el hecho de constituirse éstas con diferentes finalidades que las hace ser muchas veces aleatorias, mientras que el capital es siempre invariable. Y aún aquellas que se constituyen con el fin de acrecentar los medios de desenvolvimiento económico de la empresa (autofinanciación), podrían ser dejadas, en cualquier momento, sin efecto por la Asamblea, por las mismas mayorías con que las constituyó. En el mismo sentido que nuestra opinión Garrigues recuerda que no todo beneficio que pase ya a la reserva es ya capital.⁶⁸

La solución sería diferente —como lo hace notar el propio Garrigues— si los estatutos previesen la distribución del beneficio neto, estableciendo los porcentajes correspondientes a cada grupo de participes. Es evidente que, en tal caso, la formación de un fondo de reserva extraordinario, sólo podría ser acordada por la Asamblea, previa la modificación del correspondiente precepto estatutario sobre distribución del dividendo.⁶⁹ Sólo existiendo tal tipo de cláusula tendrían sentido fallos como el de la Cámara de Apelaciones de Rosario, Sala III, al establecer que desde que los beneficios están bien determinados, ellos pertenecen a los accionistas en la medida fijada por los estatutos.⁷⁰ En cambio, cuando los estatutos guarden silencio sobre esta distribución —prosigue diciendo Garrigues— o se limiten a decir que la Junta

⁶² Cfr., op. cit., pág. 171.

⁶³ Cfr., "Tratado Elemental de D. Comercial": Tipográfica Editora Argentina S. A., Bs. As., 1955, págs. 497-98.

⁶⁴ Op. cit., pág. 548.

⁶⁵ Op. cit., pág. 179.

⁶⁶ Cfr., "Cuadernos de Legislación ordenados N° 5", Bs. As., 1963, págs. 80-1.

⁶⁷ Cfr. op. cit., págs. 53-59.

⁶⁸ Cfr., "Tratado de Derecho Mercantil", Revista de D. Mercantil, Madrid, 1947, t. I, vol. II, pág. 713.

⁶⁹ Cfr. op. cit., pág. 713.

⁷⁰ Fallo de marzo 3/1939. L. L., t. 13, pág. 737.

General determinará cada año el dividendo que ha de repartirse a los accionistas, parece que la Junta General recobra su soberanía para fijar el "quantum" del dividendo, y que esta soberanía sólo reconoce como límite la imposibilidad de negar en absoluto el derecho al dividendo.²³

c) *Puede constituirse la Asamblea por mayoría simple.*

La solución de que pueden constituirse reservas libres o extraordinarias por simple mayoría de la asamblea ordinaria, es la opinión minoritaria en la doctrina nacional, pero la que encuentra mayor eco en la doctrina y legislación extranjera.

En nuestro derecho tal solución puede fundamentarse como sigue: 1) si no pueden constituirse reservas por simple mayoría, se impide la posibilidad de producirse el autofinanciamiento de las sociedades anónimas; 2) no existe norma legal expresa que imponga la distribución periódica de utilidades, ni tal solución se deriva implícitamente de la ley; está prevista la consideración anual pero no su reparto (arts. 361 y 363 Cód. Com.); 3) las decisiones de la sociedad deben surgir de la voluntad de la mayoría, válidamente expresadas en la Asamblea de los accionistas;²⁴ 4) el destino temporario de los beneficios en poder de la sociedad estaría reconocido por el art. 315 del Cód. de Com. al referirse a la "masa social compuesta del fondo social y de los beneficios acumulados", con lo que se admite, precisamente, que existen beneficios no distribuidos;²⁵ 5) existiría un uso constante entre las sociedades que acreditaría la acumulación de beneficios no distribuidos; 6) finalmente, el 361 in fine acordaría implícitamente a la Asamblea la posibilidad de considerar por simple mayoría el contenido del fondo de reserva y de los dividendos a repartir al analizar la propuesta hecha por los directores.

Estimamos que pueden citarse en apoyo de esta tesis los fallos jurisprudenciales que han establecido que "la exigibilidad del dividendo de las sociedades anónimas depende de la pertinente resolución de la asamblea que aprueba su distribución. En tanto ello no ocurra, las utilidades no pertenecen a los accionistas sino a la sociedad".²⁶ "El derecho al cobro del dividendo nace una vez realizada la Asamblea que dispone su pago, o bien desde que se levanta el acta que así lo determina".²⁷ De acuerdo a estos fallos,

²³ Cfr., op. cit., págs. 715-16.

²⁴ Cfr., respecto a los tres primeros argumentos, ODRIOZOLA, op. cit., punto IV.

²⁵ Cfr., RIVAROLA, op. cit., pág. 460.

²⁶ Cámara Apelaciones Rosario, en pleno, octubre 6/1948. R. SF. 20-127.

²⁷ Cámara N. Comercial. Sala C., febrero 24/1961. El Derecho, 1963, t. VI, págs. 202-3.

entonces, no existe un derecho al reparto periódico de utilidades que nazca con independencia de la previa decisión de la Asamblea. La Asamblea debe considerar la propuesta de dividendo o el fondo de reserva en su caso, y por mayoría simple determinar cual habrá de ser el contenido de uno u otro. Sin embargo un fallo de la Sala III de la Cámara de Apelaciones de Rosario negó tal facultad a la Asamblea.⁷⁸

La mayoría de la doctrina y legislación comparada se inclina por la solución que examinamos.

Así para Alemania, el Código de Comercio establecía en su artículo 271, párrafo 3, que las decisiones de la Asamblea general que estableciesen reservas extraordinarias no podían ser impugnadas sino por un accionista o grupo de accionistas que reuniesen, al menos 1/20 parte del capital social.⁷⁹ La distribución o no de dividendos es materia reservada a la Asamblea, la que delibera sin quórum por mayoría simple, salvo que los estatutos requieran mayoría reforzada o se trate de modificación de estatutos (mayoría de 3/4 partes del capital social).⁸⁰

Con respecto a Francia opina Ripert que la Asamblea General tiene el derecho de no distribuir todos los beneficios, pero su decisión debe estar inspirada por justos motivos (entre los que no parece estar, para el autor, la acumulación de beneficios no distribuidos). Es decir, que la Asamblea no podría de manera arbitraria privar indefinidamente a la minería de toda distribución.⁸¹ Sin embargo la jurisprudencia francesa moderna afirma no sólo las atribuciones de la Asamblea General para deducir de los beneficios las sumas necesarias para asegurar el porvenir de la sociedad en previsión a todas las eventualidades posibles, sino que legitima el empleo de beneficios en el acrecentamiento del activo social, y admite las facultades de ese cuerpo para distribuir únicamente el dividendo que estime compatible con una sana administración y el buen desarrollo de los negocios sociales.⁸² Es particularmente importante el fallo de la Sala Comercial de la Corte de Casación Francesa, de abril de 1961, que revocó el de la Corte de París y admitió que la Asamblea General pudiese disponer la constitución de reservas no previstas en los estatutos, siempre que no sea un caso de abuso del derecho.⁸³

Con respecto a Italia el 2433 del nuevo código expresa que

⁷⁸ Marzo 3/1939, L. L., t. 12, pág. 757.

⁷⁹ Cfr. SUSSINI, op. cit., pág. 61.

⁸⁰ SOLA CASTELLARES, op. cit., t. I, págs. 26-27. Nos resulta confusa la opinión de FISHER, "Las Sociedades Anónimas. Su régimen jurídico", Ed. Reus S. A., Madrid, 1934, págs. 88-90.

⁸¹ Cfr. op. cit., págs. 508-509.

⁸² Cfr. SUSSINI, op. cit., págs. 58-60.

⁸³ Citado por ODRIOZOLA, op. cit., punto IV.

"la Asamblea que aprueba el balance delibera sobre la distribución de utilidades a los socios". La Asamblea, por simple mayoría, puede moderar la distribución de utilidades y, difícilmente una impugnación (hecha por un accionista) de la deliberación de la misma, que fije en una medida excesivamente restringida tal distribución, puede desembocar en su anulación.⁸⁴

En Suiza están previstas en la ley las reservas legales y estatutarias. Las libres son acordadas por la Asamblea, y su tratamiento y decisión no están incluidos dentro de las mayorías especiales previstas por la ley.⁸⁵

En lo que atañe a Gran Bretaña la Asamblea General puede tratar cualquier tema: las decisiones ordinarias se toman por mayoría simple. Las que exigen mayorías extraordinarias están expresamente establecidas en la ley: entre éstas no figura la decisión que hace a la distribución de beneficios. De allí que tal decisión pueda ser tomada por simple mayoría.⁸⁶

Con respecto a España, durante la vigencia del Código de Comercio Joaquín Garriguet⁸⁷ admitía que la Junta General era libre para decidir la creación de reservas extraordinarias en beneficio de la economía de la empresa, si bien reconocía que los acuerdos de este orden debían ser remitidos en última instancia a la apreciación de los tribunales de justicia, que decidirían en cada caso sobre la necesidad y oportunidad de la medida adoptada. El autor señalaba, también, que la orientación moderna de la legislación y jurisprudencia iba en sentido de acordar a la Junta General amplias facultades para defender el interés de la empresa mediante la constitución de reservas. La nueva ley española de 1951 acuerda en su artículo 59 a la Junta General ordinaria resolver sobre la distribución de los beneficios, y ello a pesar de reconocer al accionista un derecho al dividendo por su artículo 39. El derecho a exigir el dividendo está condicionado al previo acuerdo de la Junta.⁸⁸

d) Puede constituirse por los directores.

Esta posibilidad no se da en nuestro derecho, sino en los países sajones —como Estados Unidos—, o en los países de derecho continental cuyas leyes admiten —como la Suiza⁸⁹— que el Directorio pueda crear reservas ocultas.

⁸⁴ MESSINEO, *op. cit.*, pág. 504.

⁸⁵ Cfr. SOLA CARIZARES, *op. cit.*, t. II, págs. 474 y 482-84.

⁸⁶ Cfr. SOLA CARIZARES, *op. cit.*, t. II, págs. 50-51.

⁸⁷ Cfr. *op. cit.*, págs. 412-18.

⁸⁸ Cfr. GARRIGUET-URLA, *op. cit.*, págs. 492-3.

⁸⁹ Cfr. SUSSINI, *op. cit.*, pág. 56.

Con respecto a los Estados Unidos, el balance y la distribución de dividendos no es necesario que sean aprobados por la Asamblea, ya que se considera como una función propia de los administradores, quienes, incluso, pueden modificar los estatutos (by-laws) sin necesidad de acuerdo de la Asamblea. Se considera a la aprobación de cuentas y dividendos como una función normal de la administración —ordinar y business—. ⁸⁰ Y la jurisprudencia predominante en Estados Unidos reconoce al Directorio facultades muy amplias para constituir reservas para distintos fines, inclusive para expandir la empresa.⁸¹ Dentro de esta corriente jurisprudencial el fallo de la C. S. Michigan en el caso Dodge vs. Ford Motors Co., al que hace alusión Odriozola, es un caso excepcional.

VI) LIMITACIONES A LAS DECISIONES DE LA ASAMBLEA O DEL DIRECTORIO

Prácticamente la totalidad de los autores que reconocen a la Asamblea ordinaria la facultad de constituir por mayoría simple reservas extraordinarias se preocupan por establecer límites a su decisión. Lo propio sucede, en los Estados Unidos, respecto a las decisiones de los directores.

Estas limitaciones han sido clasificadas por Solá Cañizares⁸² en tres tipos de protecciones: 1) legal, que puede ser directa (reconocimiento a los accionistas individualmente o a una minoría de éstos de determinados derechos) o indirecta (cuando se exigen para cierto tipo de acuerdos mayorías especiales o de quorums mayores que los habituales); 2) jurisprudencial; cuando se trata de poner límites a la competencia de la Asamblea General (se utilizan diferentes fórmulas tales como, v. g., abuso del derecho, desviación del poder, noción de "fraud on the minority", doctrina del "ultra vires", teoría institucional, aplicación de disposiciones del derecho común); 3) estatutarias.

De estos tres tipos de limitaciones estimamos que la que mejor concilia los intereses de los accionistas individuales, de la propia empresa, e incluso el del estado, es el segundo de ellos. La protección jurisprudencial del accionista permite impedir, a través de la utilización de fórmulas de amplio contenido, que las decisiones de la empresa se inspiren en motivos que sólo beneficiarían a una minoría de los accionistas y no a la empresa en su conjunto. Se trata de un medio más flexible, como hemos visto

⁸⁰ Cfr. SOLA CAÑIZARES, l. , pág. 402; id., págs. 495, 413-13.

⁸¹ Cfr. SASSINI, op. cit., págs. 69-96. SOLA CAÑIZARES, págs. 429-30.

⁸² Cfr. l. III, p. 4g. 161 y sigs.

al considerar la teoría de los derechos individuales del accionista, de proteger los intereses de éstos sin descuidar las necesidades propias de la empresa.

VII) CONCLUSIONES

En la primera parte del trabajo tratamos de exponer la importancia de la autofinanciación, para la marcha de las empresas y para la economía general del estado. Del balance de sus ventajas y desventajas nos quedó un saldo positivo que influyó en nuestra consideración de la faz jurídica del problema.

Así a lo largo de la segunda parte intentamos ir, sucesivamente, removiendo los obstáculos jurídicos que se presentaban para que se produjera el fenómeno del autofinanciamiento de las sociedades anónimas por el método de la constitución de reservas libres. Con este fin pusimos en duda la existencia de un derecho abstracto a las utilidades, negamos la existencia de un derecho al reparto periódico de éstas y consideramos que la Asamblea ordinaria, por simple mayoría podía constituir tal tipo de reservas.

Finalmente, considerando también legítima la protección de los accionistas individuales, estimamos que tal protección podría producirse eficazmente a través de la labor de los jueces, operada por medio de fórmulas amplias que permitieran revertir las decisiones de la Asamblea.