

**DIVIDENDOS.
CRITERIOS Y PAUTAS PARA TODA
DECISION SOBRE APLICACIÓN DE RESULTADOS.**

Diego A. J. Duprat¹

El debate sobre el destino de los resultados sociales y de la consecuente configuración de la política de dividendos desnuda una compleja trama de intereses, muchas veces contrapuestos, que configuran el denominado dilema de los dividendos o rompecabezas de los dividendos².

¿Por qué?

En primer lugar, porque no existe una fórmula ideal que permita definir una política de dividendos objetivamente acertada e inmejorable (ídem para cualquier decisión particular sobre dividendos), ni existe una estructura financiera (relación entre recursos propios y ajenos) que pueda ser considerada óptima y válida para toda sociedad y bajo cualquier circunstancia. Por lo tanto, el acierto o conveniencia de la decisión que defina el destino final de las utilidades del ejercicio estará sujeta a la apreciación –más o menos informada y más o menos certera- de los socios.

En segundo término, porque muchas veces los criterios opuestos sobre la decisión de distribuir o retener utilidades, o sobre la política de dividendos a adoptar, están justificados –o pretenden estarlo- en la defensa del interés social. En principio, se suelen distinguir dos intereses: los particulares de los accionistas, enderezados a la obtención, al cabo de cada ejercicio, de un dividendo en efectivo como renta por su aporte y los de la sociedad, generalmente tendientes a la retención de las utilidades para autofinanciarse. “El establecimiento de un equilibrio entre el derecho del socio o accionista a un dividendo periódico y el derecho de la sociedad al autofinanciamiento constituye una de las cuestiones de más difícil solución en materia societaria, donde se enfrentan diferentes criterios y expectativas de los socios”³.

Pero esta dicotomía que, en definitiva puede representar a accionistas con expectativas de inversión a corto o largo plazo⁴, respectivamente, refleja, a su vez, intereses subyacentes que se confunden y entrecruzan.

¹ Doctor en Derecho UBA, Profesor Titular ordinario de Derecho Societario, UNS (www.uns.edu.ar y www.derechouns.com.ar).

² BLACK, F.; “The Dividend Puzzle”, *The Journal of Portfolio Management* 2, 5-8-1976 y FELDSTEIN, Martin y GREEN, Jerry; “Why Do Companies Pay Dividends?”, National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 413, 1979.

³ OLIVERA GARCIA, Ricardo; “El concepto de capital como límite a la potestad de distribución de dividendos”, JA 1997-IV-721.

⁴ Se suele dividir a los accionistas entre quienes desean ser propietarios a largo plazo y aquellos inversores a corto plazo (MYNERS, Paul; “Perspectives ...”. Según la *US Conference Board Commission*, los primeros son quienes tienen un alto nivel de confianza en los administradores y apoyan proyectos de larga duración, resignando ventajas inminentes sobre

Nos explicamos.

Tanto la necesidad de la sociedad de retener utilidades para autofinanciarse, como la exigencia de que las mismas se distribuyan entre los socios, surgen, en definitiva, de distintas expectativas, criterios y apreciaciones “personales” de los socios

Los que votan por la retención de utilidades para fortalecer las finanzas de la sociedad o bien para desarrollar y fortalecer los negocios sociales, esperan que el sacrificio actual genere mayores frutos (dividendos) en el futuro, salvo distintas expectativas estrictamente personales (conservación del puesto de trabajo, permanencia y aumento de los honorarios, etc.).

Mientras que los que exigen la distribución actual de dividendos, no necesariamente estarían apelando a un interés contrario o distinto al social, sino que pueden razonablemente entender que, con una política de distribución de dividendos clara y sostenida, se favorecería la actividad y funcionamiento de la sociedad, mejorando su “reputación” en el mercado. Lo que llevaría, en primer lugar, a que haya más inversores dispuestos a suscribir acciones de la sociedad; en segundo término, a que la distribución de dividendos pueda constituir una señal al mercado sobre la bonanza de los negocios sociales y, tercero, a que la exigencia de distribuir dividendos impondría a los administradores el deber de asignar correctamente los fondos de la sociedad.

O sea que cualquiera fuera la postura de los accionistas en el seno de la asamblea, es posible que todas respondan o puedan ser enmarcadas dentro del concepto del interés social y justificarse en el beneficio de todos los accionistas.

Esta circunstancia no sólo agrava el problema, sino que enturbia la posibilidad de precisar conductas abusivas por parte de las mayorías accionarias.

No en vano la controversia sobre las políticas de dividendos constituye uno de los “diez problemas financieros irresueltos”⁵.

En el marco de las sociedades cerradas se presenta aún otra circunstancia agravante -inexistente en las sociedades abiertas- denominada el problema de “salida”.

En las sociedades abiertas el accionista que no percibe dividendos –o estuviera insatisfecho con la política de dividendos- tiene la posibilidad de desprenderse de sus acciones y hacerse de un dividendo casero proporcional al aumento del valor patrimonial de las mismas a raíz de la retención de las utilidades netas del ejercicio.

Esto no sucede en las sociedades cerradas, donde el accionista tiene serias restricciones para desprenderse de su participación.

Y dicha restricción de “salida” genera conductas oportunistas por parte de los accionistas de control en perjuicio de los minoritarios, permitiéndoles obtener una renta o beneficio, no ya a través de la distribución regular de dividendos, sino mediante el pago de salarios y/u honorarios u otra forma de

ganancias futuras mayores. Esta distinta categoría de accionistas genera, también, diferentes apreciaciones sobre el interés social en su vinculación a la maximización de las ganancias comunes de los accionistas).

⁵ BREALEY, R.A. y MYERS, S.C., Principles of Corporate Finance, 7 ed., McGraw-Hill, New York, 2003, citado por DONG, Ming; ROBINSON, Chris y VELD, Chris, “Why Individuals Investors Want Dividends?”, 2004, [www.ssrn.com/id469021\[1\].PDF](http://www.ssrn.com/id469021[1].PDF)

participación (“dividendos *de facto*”), excluyendo de tal distribución a los segundos que, de esta manera, no podrán participar en los beneficios sociales, afectando su participación en las ganancias sociales y expoliándolos de su eventual renta⁶.

En nuestro régimen legal es en el seno de la asamblea donde se debate el destino de las ganancias de la sociedad y donde se deben equilibrar las distintas posiciones de los accionistas, teniéndose en cuenta el interés social y una ecuación financiera apropiada para el cumplimiento y desarrollo de la actividad de la sociedad.

Como la asamblea de accionistas tiene libertad para resolver sobre el destino de los resultados sociales y para determinar su política de dividendos – con los condicionamientos legales y contractuales pertinentes-, es menester contar con ciertos criterios para delimitar la competencia de dicho órgano y para poder evaluar, con cierta objetividad, la decisión sobre los resultados del ejercicio y, así, evitar perjuicios a accionistas y terceros.

Tanto la ley de sociedades comerciales, como la doctrina y la jurisprudencia, han brindado algunas pautas que, a la vez que facilitan el análisis y valoración de las decisiones sobre aplicación de resultados, ayudan a detectar situaciones de abuso o directas violaciones a los derechos esenciales de los accionistas.

Estos principios son: el de distribución, el de proporcionalidad, el de información, el de prudencia y el de razonabilidad. Los veremos a continuación.

1. Principio de distribución.

La asamblea tiene libertad para decidir sobre la aplicación de los resultados del ejercicio; esto es que, ante la existencia de utilidades, el órgano de gobierno de la sociedad puede resolver su retención, o bien su distribución – total o parcialmente- entre los accionistas.

La decisión que aplica los resultados sociales debe ser razonable y justificada –en términos económicos y financieros-, no abusiva y respetar el interés social; caso contrario se impone la distribución de las utilidades entre los accionistas, en virtud de lo dispuesto por los arts. 31, 63, apart. 2º, I-a), 66, inc. 3º, 68, 70, 71, 189, 218, 3er. párr., 224, 225, 231, 234 y 261, LSC⁷.

Debe quedar en claro que no predicamos un derecho subjetivo a favor de los accionistas a la distribución anual de dividendos. Sino que, lo que sostenemos, es que el derecho de la asamblea a resolver sobre los resultados del ejercicio debe ejercerse en forma razonable, justificada y fundamentada.

⁶ ZAVALA RODRIGUEZ, Carlos Juan; “Autofinanciación de la sociedad anónima”, JA Doctrina 1971-142 (“*En estas sociedades, los accionistas que tienen mayoría, y que son siempre los que desempeñan, con exclusividad, la administración, no se dan con frecuencia por enterados de la existencia de los demás socios y los privan, in aeternum de los dividendos. Así los accionistas minoritarios no tienen más solución que vender sus títulos a los accionistas de la mayoría, porque si los ofrecen en venta en otra parte no hay interesados. La mayoría fija el precio que quiere y además se fijan muy buenos sueldos y otras ventajas.*”.)

⁷ En este sentido NISSEN, Ricardo A.; *La capitalización de utilidades en las Sociedades Anónimas*, Edit. Ad-Hoc, Bs. As., 1990, 21 (“... de existir ganancias líquidas y realizadas, conforme la terminología legal, las mismas tienen por destino natural su distribución entre los socios, salvo que, mediando razones concretas y fundadas, se resuelva otorgarles otro destino. Esta es la excepción y aquella la regla.”), en contra: CABANELLAS de las CUEVAS, Guillermo; *Derecho Societario, Parte General*, T.5, Edit. Heliasta SRL, Bs. As., 1997, p. 110.

Caso contrario, la asamblea no podrá retener utilidades en perjuicio de los accionistas.

2. Principio de proporcionalidad.

Como sostuvo Girón Tena, el principio de paridad de trato en una sociedad con desigualdad inicial de las tenencias accionarias de los socios, reviste la forma de la proporcionalidad⁸.

La ley de sociedades consagra tres reglas de proporcionalidad diferentes⁹ y aplicables a distintas situaciones.

Una (que surge de los arts. 11, inc. f) y 109, LSC) permite que los socios dispongan, en el estatuto, la forma en que se distribuirán las utilidades. Ante la ausencia de previsión estatutaria, se impondrá, supletoriamente, la regla que respeta los aportes de cada socio. Es aplicable a la distribución de dividendos en efectivo y al reparto del excedente de la liquidación, luego de pagado el pasivo y reembolsadas las partes del capital¹⁰.

La segunda (la de los arts. 189, 194 y 334, LSC) toma en cuenta las participaciones de cada socio en el capital social¹¹. No es disponible por los socios, ni por la sociedad. La proporción se establece en base al montante de las acciones que posea el accionista y es aplicable en casos de capitalización de reservas y de otros fondos especiales inscriptos en el balance, pago de dividendos con acciones o procedimientos similares con entrega de acciones liberadas, ejercicio de derecho de suscripción preferente y preferencia para suscribir debentures u obligaciones negociables convertibles.

La tercera (art. 194, 1º párrafo in fine, LSC), se refiere al ejercicio del derecho de acrecer, e impone la proporcionalidad con relación al porcentaje de acciones suscriptas en virtud del ejercicio de preferencia.

En lo que se refiere a la distribución de dividendos devienen de aplicación la primera y la segunda regla, según se trate de dividendos pagaderos en efectivo o “pagaderos con acciones”, respectivamente.

Nos explicamos.

⁸ GIRON TENA, Joaquín; *Derecho de Sociedades*, T.I., Madrid, 1976, p. 294, que apoya sobre este principio de proporcionalidad un verdadero derecho del socio que se ampara con su correspondiente acción, además de servir de criterio interpretativo.

⁹ También se puede distinguir, teniendo en cuenta el grado de imperatividad de la regla de proporcionalidad, entre la *proporcionalidad obligatoria* (o “absoluta” en palabras de Barrau), ya sea referida a los aportes efectuados por cada accionista o a las pautas fijadas estatutariamente para concurrir al reparto de utilidades; y la *proporcionalidad facultativa* (o “relativa”), que puede ser dejada sin efecto por la asamblea en casos particulares y bajo circunstancias determinadas (art. 197, LSC) o bien por voluntad *ex post* de cada accionista (art. 194, 4º párrafo, LSC).

¹⁰ “*Rekiklian, Garadet c/ Ferreiro, Carlos A., s/ Sucesión*”, CNCiv., Sala B, 23-3-1981.

¹¹ Si bien en el caso del art. 189 la redacción puede llevar a confusión, la doctrina es conteste en que se refiere a la proporción a la participación de cada socio en el capital social. Así ROUILLON Adolfo A. N. (Dir.) y ALONSO, Daniel F. (Coord.); *Código de comercio comentado y anotado*, La Ley, Bs. As., 2006, T.III, p. 471 (“*Se trata en todos los casos de aumentos en que la ley manda respetar la proporción que cada accionista tiene en su participación accionaria*”); ROITMAN, Horacio; *Ley de sociedades comerciales. Comentada y anotada*, La Ley, Bs. As., 2006, T.III, p. 447 (“*En rigor esta norma desde el punto de vista técnico del capital social tiene un objetivo: garantizar a los accionistas la participación proporcional a sus tenencias*”); “*Sichel, Gerardo c/ Massuh S.A.*”, CNCCom., Sala E, 8-2-1988 (“*El art. 189 de la ley de sociedades comerciales, de indiscutido carácter imperativo, ha sido establecido por el legislador en específico resguardo del respeto de la proporción de cada accionista ...*”).

La distribución de dividendos en efectivo debe respetar la proporción dispuesta por los socios en el estatuto, en virtud de lo dispuesto por el art. 11, inc. f), LSC¹², con el límite del art. 13, inc. 1, LSC¹³. Ante la falta de previsión estatutaria se deberán distribuir en proporción al aporte de cada socio, esto es, respetando el porcentaje en que cada socio participa del capital social.

Pero cuando los dividendos se “pagan con acciones”, resulta de aplicación la pauta del 189, LSC¹⁴, que impone el abandono de toda fórmula contractual que disponga sobre la forma de recibir las utilidades y el estricto respeto a la proporción de la participación de cada accionista en el capital social. Las distribuciones de acciones liberadas (“integradas” según el mencionado artículo), cualquiera fuera su causa, no pueden alterar la proporción en que cada accionista participa del capital social, so pena de afectar el derecho de propiedad de los accionistas.

El llamado “pago de dividendos con acciones”, que no es un pago *in stricto sensu* ni tampoco se refiere a entrega de dividendos¹⁵, de ninguna manera podría efectuarse en proporción a pautas distintas a los porcentajes de

¹² “Art. 11, inc. 7), LSC: El instrumento de constitución debe contener, sin perjuicio de lo establecido para ciertos tipos de sociedad: ... inc. 7) las reglas para distribuir las utilidades y soportar las pérdidas. En caso de silencio, será en proporción a los aportes.”

¹³ “Art. 13, inc. 1), LSC: Son nulas las estipulaciones siguientes: inc. 1) que alguno o algunos de los socios reciban todos los beneficios o se les excluya de ellos ...”.

¹⁴ “Art. 189, LSC: Debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos especiales por los que deban entregarse acciones integradas”.

¹⁵ En primer lugar cabe aclarar que cuando se habla de “pago de dividendos en acciones” se está haciendo referencia a una operación que no constituye ni un pago y que tampoco se refiere a dividendo alguno. No es pago porque no cancela obligación previa preconstituida a favor de los accionistas, a la vez que al accionista no se le está dando nada que ya no tuviera, por lo menos refiriéndonos a valor patrimonial; y, no se trata de dividendos porque los fondos que utilizará la sociedad para la capitalización y posterior emisión de acciones (sean reservas o utilidades), son de su propiedad y nunca fueron de los accionistas, al no existir dividendos declarados. La operación denominada “pago de dividendos en acciones” consiste en una capitalización de ajustes, revalúos, reservas, utilidades o fondos sin asignación específica, aprobada por la asamblea de accionistas; la consecuente emisión de acciones llamadas “liberadas” y su posterior entrega a los accionistas, sin contraprestación alguna y en proporción a sus tenencias accionarias (art. 189, LSC). La naturaleza jurídica y causa de esta operación es la capitalización de utilidades, de manera de aumentar el capital social; una nueva emisión de acciones acorde al aumento de capital operado y la entrega de estas a los accionistas, bajo el equívoco nombre de pago de dividendos. Se dice que no existe contraprestación alguna porque no hay obligación de integración de las nuevas acciones, ni de reembolso alguno para el aumento del capital social. El aumento del capital social para la emisión de las acciones que luego se distribuirán entre los accionistas *pro rata* de las acciones existentes, no requiere de aportes de fondos extras por parte de los accionistas. Dicho aumento se obtiene con la aplicación de fondos de la sociedad que nunca fueron distribuidos a los accionistas. Por ello, es equivocada la posición que sostiene que las utilidades destinadas a capitalizarse como paso previo al “pago de dividendos con la entrega de las nuevas acciones” han sido previamente de los accionistas. Tampoco puede hablarse de capitalización forzosa u obligatoria, ya que tal operación debe contar, siempre, con la decisión favorable de la asamblea de accionistas que tomará su decisión por mayoría de votos. La capitalización de fondos existentes en la sociedad no perjudica ni beneficia patrimonialmente al accionista en cuanto al valor de sus acciones, aunque sí podrá afectarlo al privársele la percepción de un dividendo en efectivo. Las acciones que recibe el accionista no le significan un aumento en su participación social, sino una reexpresión de la misma. Pasa a tener más acciones, pero por el mismo valor existente al momento anterior a la capitalización.

la participación en el capital social, porque si así fuera se podría licuar la participación de ciertos accionistas en beneficio de otros.

Pero esta solución, que deviene eficiente y equitativa en caso de acciones ordinarias, pareciera resultar inicua cuando la sociedad ha emitido acciones preferidas¹⁶, sobre todo cuando la preferencia está vinculada a la distribución de dividendos. Porque las preferencias sobre la forma de percibir los dividendos (sea otorgando prioridad en el pago, o garantizando un dividendo mínimo, o la que fuere) no tendrán efecto cuando se distribuyan dividendos en acciones, sea por capitalización de utilidades o reservas, o se verifiquen revalúos o ajuste de capital¹⁷. Y esta situación podrá llevar a situaciones de abusos como lo ha señalado Barrau¹⁸. Quién sostiene que, al quedar las utilidades no distribuidas en el patrimonio neto, si hubiera acciones con preferencia vinculadas al cobro de utilidades, “éstas estarían resignando una mayor proporción de ingresos posibles que otra clase de acciones, para engrosar las cuentas de las cuales habla el art. 189 de la ley de sociedades”, y “si se decidiera la distribución, se debería actuar conforme lo estableciera el estatuto”. Al suponer que estas cuentas se habrían conformado con utilidades no distribuidas, asume que cada accionista contribuyó en la medida de sus dividendos a la formación de la misma. Y, si ese aumento de capital se distribuyera de acuerdo a la tenencia accionaria y no en proporción a la participación en las utilidades “se estaría perjudicando a los titulares de acciones preferidas y esto podría favorecer que se produjeran maniobras reprochables para no respetar su preferencia patrimonial”.

El argumento es atendible y desnuda un artilugio que podría ser utilizado en perjuicio de los titulares de acciones preferidas.

Pero la eventual asunción de conductas oportunistas por parte de los titulares de acciones ordinarias en perjuicio de los titulares de acciones preferidas, que bien pueden ser evitadas contractualmente *ex ante*, no autoriza a dejar de lado la regla de la proporcionalidad vinculada a la participación de cada socio en el capital social cuando se distribuyeran dividendos en acciones¹⁹, ya que, por un lado, el art. 189, LSC no admite la modificación de la

¹⁶ “Art. 217, LSC: Las acciones con preferencia patrimonial pueden carecer de voto, excepto para las materias incluidas en el cuarto párrafo del artículo 244, sin perjuicio de su derecho de asistir a las asambleas con voz.

Tendrán derecho de voto durante el tiempo en que se encuentren en mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia.

También lo tendrán si cotizaren en bolsa y se suspendiere o retirare dicha cotización por cualquier causa, mientras subsista esta situación.”

¹⁷ VERON, Alberto V.; *Sociedades comerciales*, T.3, Edit. Astrea, Bs. As., 1986, p. 299 (“Hay que respetar rigurosamente la necesidad de que en la distribución de las reservas se mantenga la proporción de cada accionista en la capitalización, no admitiéndose tratamiento diferenciales aunque existan accionistas con derechos disímiles”)

¹⁸ BARRAU, María; “Cuando se aumenta el capital en los términos del art. 189 L.S. se debe diferenciar el origen de las cuentas y respetar la proporción que les corresponde a los accionistas en el capital o en la distribución de utilidades, según como se hubieran conformado estas. Interpretación de la resolución 25-2004 de la I.G.J.”, en libro de ponencias X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, T. II, Edit. Advocatus, Córdoba, 2007, p. 1.

¹⁹ Es menester aclarar que Barrau distingue el caso de entrega de acciones liberadas “que surjan de la cuenta ajuste de capital o saldo de revalúo contable” (donde se debe respetar la proporción del capital) de la capitalización de “las otras cuentas del patrimonio neto que habla el art. 189, reservas, otros fondos especiales y pago de dividendos con acciones” (donde se

regla de proporcionalidad y, por el otro, se estaría alterando la participación de los accionistas en el capital. Debe tenerse en cuenta que las utilidades no distribuidas -y que a la postre se capitalizan- no han pasado a manos de los accionistas ni, por tanto, tampoco se puede asumir que los titulares de acciones preferidas han contribuido en mayor medida al aumento de capital.

Si admitiéramos que, en caso de existir acciones ordinarias y preferidas, la distribución de acciones liberadas obedeciera a las pautas establecidas por los socios estatutariamente para la percepción de utilidades (que se suponen fueran distintas a la forma en que cada uno de ellos participa en el capital social, sino no habría conflicto alguno), permitiríamos que el accionista que tuviera algún tipo de privilegio en la distribución del dividendo, vaya aumentando su participación social, en perjuicio de los demás.

Supongamos una sociedad de 5 socios, donde cada uno tuviera una participación del 20% sobre el capital social, pero que han pactado estatutariamente que 3 de ellos recibirán el 10%, cada uno, de los dividendos que se distribuyeran, mientras que los dos restantes recibirán el 30% cada uno. Al pagarse “dividendos con acciones” en dicha proporción, los dos últimos accionistas irían incrementando su participación social en desmedro de los otros tres, que la irían reduciendo proporcionalmente.

Esta misma situación puede repetirse entre titulares de acciones ordinarias y titulares de acciones preferidas que gozaren de un privilegio sobre los dividendos a distribuir.

Y acá se vuelve a poner en evidencia la distinta naturaleza y efectos que tiene la distribución de dividendos en efectivo y el “pago de dividendos en acciones”.

Es precisamente por esta diferencia que el reparto de utilidades en efectivo puede respetar la proporción que los socios deseen, mientras que la distribución de acciones “en concepto de dividendos” debe respetar – imperativamente- la proporción de las participaciones de cada accionista en el capital social²⁰.

Los tenedores de acciones preferidas saben cuáles son sus privilegios al momento de suscribirlas y no podrían alegar perjuicio alguno en virtud de la aplicación del art. 189, LSC. Por lo que, si la sociedad emisora cumpliera con las pautas y condiciones de emisión de las acciones preferidas, sus titulares no tendrían derecho a reclamo alguno salvo, por supuesto, que se acreditare fraude o abuso de derecho.

En “Sichel, Gerardo Federico c/ Massuh S.A. s/ Impugnación de asambleas”²¹ se ventiló una cuestión similar a la analizada *supra*. El actor solicitó la nulidad de asambleas ordinarias y extraordinarias que resolvieron distribuir dividendos en acciones a los titulares de acciones ordinarias en detrimento de los tenedores de acciones preferidas. Las condiciones de emisión de las acciones preferidas en cuestión fueron: a) su convertibilidad en acciones ordinarias a los dos años; b) participación en la capitalización de los saldos de revalúo; c) no participación en la capitalización de otras reservas.

debe respetar el sistema establecido en el estatuto para la distribución de utilidades), BARRAU, María, “Cuando se aumenta ...”, op. cit., p. 6.

²⁰ Si bien la solución literal que brinda el art. 11, inc, 7, LSC se refiere al valor del aporte de cada socio, la doctrina es conteste en tomar en cuenta las participaciones societarias de cada socio, para determinar los dividendos que le corresponden.

²¹ CNCom., Sala A, 20-4-1990.

Además, las acciones gozaban de un dividendo fijo, en efectivo, del 18% anual acumulativo.

El conflicto se desató cuando las asambleas impugnadas resolvieron distribuir dividendos en acciones sobre utilidades contabilizadas como “resultados acumulados” que surgían del ejercicio anterior a la emisión de las acciones preferidas. El actor sostuvo que las utilidades que, a la postre se capitalizaron al no haberse destinado a constituir reservas, “pertenecen a todos los accionistas por igual, incrementando el derecho patrimonial de quienes son titulares de acciones ordinarias, cuanto de acciones preferidas, en proporción a sus respectivas tenencias”. También se agravó de que los dividendos debieron haberse distribuido en efectivo y no en acciones, de modo tal de mantener la proporción inicial entre acciones ordinarias, existentes al tiempo de emisión de las preferidas, y éstas últimas. El tribunal sostuvo que la sociedad actuó dentro de los límites de sus facultades y lo resuelto no era susceptible de impugnación. La asamblea resolvió diferir la aplicación de utilidades para otro ejercicio, lo que no implicó capitalizar ni pasar a reservas dichas utilidades. Se sostuvo que no se trató de un revalúo contable, que tendría una solución distinta al pago de dividendos con acciones, y que no se acreditó perjuicio alguno a los tenedores de acciones preferidas en tanto se respetaron las condiciones de su emisión, especialmente el pago del dividendo acordado que constituía su privilegio.

En un fallo anterior recaído en el mismo pleito y que luego fuera anulado²², la sala E, dejó sin efecto las decisiones asamblearias impugnadas porque consideró que la maniobra de la sociedad era abusiva y perjudicaba a los titulares de acciones preferidas. El argumento fue que si las condiciones de emisión de las acciones preferidas habilitaban a éstas a participar de las capitalizaciones por revalúos, la decisión de la asamblea constituida sólo por accionistas ordinarios -ante un supuesto de capitalización de revalúos y de reservas preexistentes- que resolvió capitalizar primero las reservas preexistentes en lugar del revalúo, perjudicó a los titulares de acciones preferidas que vieron disminuida su participación relativa en el capital social (y eventualmente su participación futura en el mismo, ya que las acciones preferidas se convertirían en ordinarias a los dos años de ser emitidas). El Tribunal sostuvo “decisiones de esta naturaleza no pueden quedar nunca al arbitrio caprichoso de uno solo de los interesados –o categoría de interesados-. A falta de un acuerdo explícito, solamente pueden ser resueltas conforme a la equidad y el respeto de los derechos adquiridos por todos los accionistas”.

Mientras que en el primer fallo dictado en la misma causa, y que luego también fuera anulado²³, la Sala D sostuvo: “Las acciones preferidas en tanto permanezcan como tales, tienen derecho sólo al dividendo fijo; y apenas una expectativa de alguna naturaleza a ciertas ulterioridades, la que por su falta de concreción no faculta para cuestionar las decisiones de la asamblea de la sociedad emisora” (no hizo lugar a las impugnaciones de las decisiones asamblearias pero mandó indemnizar al demandante)²⁴.

²² “Sichel, Gerardo Federico c/ Massuh S.A. s/ Impugnación (sumario)”, CNCom., Sala E, 8-2-1988.

²³ “Sichel, Gerardo Federico c/ Massuh S.A.”, CNCom., Sala D, 23-12-1981.

²⁴ Comentado este fallo, Etcheverry sostuvo que la decisión de la asamblea, posterior a la emisión de acciones preferencias convertible en acciones, que resolvió un aumento de capital y la distribución de las nuevas acciones en concepto de dividendos perjudica económicamente a

En conclusión, si los dividendos se pagan en efectivo debe respetarse la proporcionalidad dispuesta por los socios estatutariamente (art. 11, inc. 7, LSC); mientras que si los dividendos se “pagan en acciones liberadas”, se deben distribuir en proporción a las participaciones de cada socio en el capital social (art. 189, LSC). A salvo eventuales acciones por daños y perjuicios contra la entidad emisora por incumplimiento o frustración de las condiciones contractuales de emisión de las acciones preferidas convertibles en acciones ordinarias, cuando se afectare su posibilidad de conversión o de percepción de los beneficios esperados.

3. Principio de información.

Dentro de las obligaciones que la ley de sociedades impone a los administradores está la de brindar la debida información a los socios.

En punto a la aplicación de los resultados sociales, el art. 66, inc. 3 y 4, LSC le impone a los administradores el deber de informar, en la memoria, sobre “las razones por las cuales se propone la constitución de reservas, explicadas clara y circunstanciadamente” y “las causas, detalladamente expuestas, por las que se propone el pago de dividendos o la distribución de ganancias en otra forma que en efectivo”, respectivamente.

Estos deberes de información son aplicables, también, cuando se decida “pasar” utilidades a resultados no asignados, o destino similares, o desafectar reservas.

La memoria es el instrumento que tiene el socio para tomar conocimiento de los actos y decisiones que puedan afectar o dilatar la distribución de dividendos; y la herramienta que permite al directorio justificar sus actos y políticas de aplicación de resultados que van ligadas al financiamiento de la sociedad.

La ausencia de fundamentación y explicación de las causas que justifican la aplicación de restricciones a las políticas de distribución de dividendos será causal de impugnación de las decisiones sociales respectivas (art. 69, LSC).

En suma, toda decisión sobre la aplicación de los resultados sociales debe ser debidamente informada a los socios, y justificada; lo que fortalece y permite el ejercicio del derecho de voto.

4. Principio de prudencia.

La decisión sobre la aplicación de las utilidades del ejercicio no sólo debe ser informada y justificada, sino que debe obedecer a una prudente administración (art. 70, LSC). En otras palabras, la decisión en cuestión debe tener en cuenta sus eventuales consecuencias dañosas, tanto para la sociedad, como para los socios y terceros y tratar de prevenirlas.

La prudencia que se le exige al órgano de administración implica la actuación con sensatez, cautela, moderación, procurando evitar riesgos innecesarios y utilizando medios razonables para el cumplimiento de los fines propuestos.

5. Principio de razonabilidad. Debida motivación.

los tenedores de las acciones preferidas al afectarles el derecho de conversión en lo que hace al *quantum* en expectativa y, por lo tanto, constituye un acto contrario a derecho. (ETCHEVERRY, Raúl A.; “Las sociedades y la buena fe negocial”, LL 1983-B-492).

Los criterios exigibles para la constitución de reservas facultativas son aplicables analógicamente a la resoluciones sobre el destino de las ganancias sociales, precisamente porque las primeras pueden ser (y habitualmente lo son) la contracara de las decisiones de no distribuir dividendos. La ley exige que la constitución de estas reservas voluntarias sea razonable y responda a una prudente administración.

En este sentido, la constitución de tales reservas, así como las decisiones sobre dividendos o, en forma mas general, las que versen sobre la aplicación de los resultados del ejercicio, deberán ser razonables lo que equivale a que sean proporcionales a las necesidades de la sociedad y a los objetivos buscados, no excesivas, y surgir debidamente fundamentadas y justificadas.

La doctrina alemana brinda tres criterios para el control material de las decisiones sobre aplicación de los resultados sociales²⁵. Estos criterios son los de idoneidad, necesidad y proporcionalidad. La idoneidad implica que la decisión tomada sea apta para el fin común o interés social. La necesidad se refiere a que no haya otra solución alternativa para los socios minoritarios que sea igual de eficaz y menos gravosa. Por último, la proporcionalidad, a la que ya hemos hecho referencia, sugiere que la decisión adoptada sea adecuada al fin propuesto y compatibilice los intereses de la sociedad y los derechos de los socios minoritarios.

La noción de razonabilidad es uno de los tantos conceptos abiertos o amplios del derecho, cuya ambigüedad en abstracto permite amoldarlo a diferentes situaciones particulares, garantizando su permanencia en el tiempo y su adaptación a los cambios de criterios y conductas de los ciudadanos, jueces y demás operadores jurídicos y económicos.

Con razón, Bidart Campos advertía “no cabe duda que es difícil definir, o siquiera conceptuar, qué es lo razonable. Alguien puede pensar que se trata nada más de una pura apreciación subjetiva. Sin embargo, aunque la cuestión es sutil, resulta susceptible de una estimación objetiva. En primer lugar, la razonabilidad consiste en una valoración axiológica de justicia que nos muestra lo que se ajusta o no es conforme a la justicia, lo que tiene razón suficiente ... En segundo lugar, el sentido común y el sentimiento racional de la justicia de los hombres hace posible vivenciar la razonabilidad y su opuesto, la arbitrariedad”²⁶.

Marienhoff describía al principio de razonabilidad como “... adecuación de los medios utilizados por el legislador a la obtención de los fines que determina la medida, a efectos de que tales medios no aparezcan como infundados o arbitrarios, es decir, no proporcionados a las circunstancias que los motiva y a los fines que se procuran alcanzar con ellos ... Trátase, pues, de una correspondencia entre los medios propuestos y los fines que a través de ellos deben alcanzarse.”²⁷

²⁵ VIERA GONZALEZ, Arístides Jorge; *Las sociedades de capital cerradas. Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL*, Derecho de Sociedades, Monografía asociada a Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades, N° 18, 2002, Elcano, Navarra, España, p. 222.

²⁶ BIDART CAMPOS, Germán J.; *Manual de derecho constitucional argentino*, Ediar, Bs. As., 1986, # 320, p. 200/201.

²⁷ MARIENHOFF, Miguel S.; *Tratado de derecho administrativo*, T.IV, Bs. As., p. 673.

En similar sentido, Badeni sostiene que “la razonabilidad de un acto está condicionada a su adecuación a los principios del sentido común constitucional en orden a la justicia, moderación y prudencia que ella establece”²⁸.

Bielsa, citando a Cicerón, sostiene que la razonabilidad es expresión de prudencia, de sentido común²⁹ y Linares Quintana agrega que “el concepto de razonabilidad encierra las ideas de justicia, ponderación, equilibrio, moderación, buena fe, prudencia, buen juicio, o sea, en su más extremada síntesis, sentido común”³⁰.

La Corte Suprema de Justicia de la Nación ha brindado pautas útiles para delinear el concepto de “razonabilidad”. Básicamente, el criterio radica en que la conducta o acto en cuestión sea proporcional al efecto o consecuencia buscado, analizado en el marco de las circunstancias de tiempo y lugar que lo pudieran haber condicionado³¹.

También ha definido a la razonabilidad como respetuosa y coherente de normas superiores³²; no ofensiva a la Constitución³³ ni a sus principios³⁴; no contraria al principio de igualdad ante la ley³⁵; como una derivación razonada del derecho vigente³⁶; como coherente entre las consecuencias de cada norma o criterio de interpretación de las mismas con el sistema donde está engarzada³⁷; como armonizadora de dos principios constitucionales en juego³⁸; como la ausencia de iniquidad manifiesta³⁹ y como contraria a lo prematuro y a un excesivo rigor formal⁴⁰.

²⁸ BADENI, Gregorio; *Tratado de derecho constitucional*, T.I, La Ley, Bs. As., 2004, #54.

²⁹ BIELSA, Rafael; *Derecho administrativo*, Bs. As., 1947.

³⁰ LINARES QUINTANA, Segundo V.; *Tratado de interpretación constitucional*, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1998, p. 573.

³¹ “Frascalli, José Eduardo c/ Senasa s/ acción de amparo”, CSJN, F. 1374. XXXVIII, 16-11-2004; Fallos 327:4958 y 171:348; 199:483; 200:450; 248:800 entre muchos otros. En forma similar se sostuvo que “una de las pautas más seguras para verificar la razonabilidad de la interpretación legal es considerar las consecuencias que se derivan de ella”; “Compañía Financiera República S.A. c/ Claudia Rosales Cabral y otro”, CSJN, 23-2-1988, Fallos 312:156.

³² “Barry, María Elena c/ Anses s/ reajustes por movilidad”, CSJN, B 789 XXXI, 10-10-1996, Fallos 319:2151.

³³ “Cohen Arazi, Eduardo c/ PEN Jefatura de Gabinete - resol. 155/01 y otro s/empleo público”, CSJN, C. 86. XLI, REX, 11-12-2007, Fallos 330:5032.

³⁴ “Saralegui, Francisco c/ Estado Nacional - Poder Ejecutivo Nacional s/ amparo”, CSJN, S. 393. XXXVIII, 14-02-2006, Fallos 329:123.

³⁵ “Hooft, Pedro Cornelio Federico c/ Buenos Aires, Provincia de s/ acción declarativa de inconstitucionalidad”, CSJN, H. 172. XXXV, 16-11-2004, Fallos 327:5118.

³⁶ “Boggiano, Antonio s/ recurso de queja”, CSJN, B. 2286. XLI. RHE, 16-08-2006, Fallos 329:3235.

³⁷ “Obra Social para la Actividad Docente (OSPLAD) c/Catamarca, Provincia de s/acción declarativa de inconstitucionalidad”, CSJN, O. 466. XXXIX, ORI, 20-05-2008; “Bustos, Vicente Amadeo c/ Banco Central de la Rca. Argentina s/ cobro de pesos”, CSJN, 9-8-2001, Fallos 324:2107, Causa B 389.XXXV; “Fisco Nacional Dirección General Impositiva c/ Llámenes S.A.”, CSJN, F. 352. XL, RHE, 06-11-2007, Fallos: 330:749, 234:482 y 295:1001; “Bustos, Alberto Roque y otros c/ E.N. y otros s/ amparo”, CSJN, B. 139. XXXIX, 26-10-2004, Fallos 327:4495 y 307:906; 243:504; 299:428; 310:2845; 311:394; 312:435; 315:142 y 2804; 319:2151 y 2215; 297:100; 298:360; 299:226, entre muchos otros).

³⁸ “Asociación de Teleradiodifusoras Argentinas y otro c/ Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires s/ amparo”, CSJN, A. 682. XXXVI, 07-06-2005, Fallos 328:1825)

³⁹ “Insúa, José María c/ Estado Nacional - Ministerio de Defensa s/ personal militar y civil de las FFAA y de seg.”, CSJN, I. 4. XXXVIII. 31-08-2004, Fallos 327:3597 y 313:411, entre otros)

⁴⁰ “Andersch, Horacio Alfredo y otros c/ Martínez Palomo, Antonio”, CSJN, A. 1940. XXXIX, 05-10-2004, Fallos 327: 4101)

Vinculado a la aplicación de los resultados sociales, hemos de destacar un voto en disidencia de la Dra. Piaggi en autos: "Gran Vía S.A. c/ Northern Lauzen S.A."⁴¹, que conceptualizó lo arbitrario (lo opuesto a lo razonable) como "lo contrario a derecho, a la justicia y a la razón; se traduce en cualquier tipo de conducta ejecutada únicamente en función de un capricho". En la especie, se trataba de una sociedad que llevaba 15 años sin presentar balances ni realizar asambleas, debido a serias divergencias entre los dos únicos accionistas titulares del 50% del capital cada uno. Ante este panorama, el voto disidente sostuvo que subordinar la distribución de utilidades a la aprobación del balance por parte de la asamblea resultaba una utopía de imposible cumplimiento. Ergo, admitió una distribución irregular de dividendos ante la imposibilidad fáctica de reunirse la asamblea y consideró que la negativa del juez de grado a atender la imposibilidad material (exógena al actor) de dar cumplimiento al art. 224, LSC constituyó un exceso ritual que vulnera el derecho de defensa.

La prueba de razonabilidad de la decisión sobre la afectación de las utilidades del ejercicio está necesariamente vinculada al test de conveniencia que consiste en analizar si el camino tomado por la asamblea es el más conveniente de entre los varios posibles para llegar al resultado querido. Y este test debe surgir de pautas explícitas sobre hechos objetivos y verificables.

O sea que, para poder determinar si la decisión sobre el destino de los resultados ha sido razonable, o bien arbitraria, además de tener en cuenta el costo del capital, se debe conocer la situación económica y financiera de la sociedad; las pautas contractuales –explícitas e inclusive implícitas- que determinan los derechos o expectativas de los socios; las intenciones y objetivos de determinada política de distribución de dividendos conjugados con los planes de negocios e inversiones de la sociedad (*business purpose*) y la correspondencia y conveniencia del destino propuesto a los resultados con relación a tales fines. En definitiva, como sostiene Sagües, en punto a la razonabilidad de las normas, se debe investigar, "en alguna medida, algo sobre su conveniencia, ventajas, eficacia o acierto"⁴².

La doctrina y jurisprudencia norteamericanas han desarrollado el concepto de "propósito económico" (*business purpose*) como elemento justificador de toda decisión social. Tiene que existir alguna causa fundada en el mejoramiento de los negocios sociales para justificar toda acción de la asamblea o del directorio⁴³.

Luego, se deberá analizar la pertinencia de la decisión asamblearia sobre aplicación de resultados, su necesidad en orden a la actividad y planes de desarrollo de la sociedad, su correspondencia y proporcionalidad con los objetivos buscados, la prioridad del interés social por sobre los intereses de la mayoría, la protección del principio de igualdad de trato entre los socios, la

⁴¹ CNCom., Sala B, 11-6-2007.

⁴² SAGÜES, Néstor Pedro; *Elementos de derecho constitucional*, T. 2, 2ª edic., Astrea, Bs. As., 1997, p. 703.

⁴³ O'NEAL F. Hodge; "Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights", 35 *Cleveland State Law Review* 135 (1987) (Esta justificación consagrada en "Singer v. Magnavox Co." (380 A.2d 969 (Del. Super. Ct. 1977) por la Corte Suprema de Delaware fue luego relativizado o dejado simplemente de lado como en "Weinberger v. UOP" del mismo tribunal (457 A.2d 701 (Delaware 1983), aunque constituya un buen parámetro para descubrir decisiones sociales que tengan por motivo cuestiones ajenas al beneficio de la sociedad y de sus socios.

ausencia de abuso de derecho y de conductas discriminatorias o lesivas a los intereses de los socios minoritarios; como así también que sea prudente y que tales extremos surjan debidamente explicitados y justificados en la memoria y en las consideraciones de la asamblea. En definitiva, que la decisión sea razonable y surja debidamente justificada.

5.1. Regla del Costo del capital.

Sin perjuicios de las pautas que nos brinda la Corte para delinear el concepto de razonabilidad, resulta menester la adopción de un criterio más o menos objetivo que nos permita “medir” la “razonabilidad” del contenido de la decisión de aplicación de resultados.

Como se ha dicho, tanto los argumentos que aconsejan la retención de ganancias para financiar a la sociedad, como los argumentos que sostienen el pago de un dividendo a los socios como renta por su aporte, pueden parecer – en abstracto- razonables. Los dos intereses son importantes y se justifican en la propia naturaleza del contrato de sociedad.

Una pauta superadora de ambos intereses, e indicativa de la razonabilidad de toda política de aplicación de resultados, sería la de determinar el costo del capital para la sociedad. El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras.

Así, será razonable la decisión de la sociedad de retener y reinvertir sus utilidades en proyectos con una renta esperable superior a la que los accionistas pudieran conseguir invirtiendo en otro lugar. Si así fuera, los accionistas renunciarían al cobro actual de dividendos con la expectativa de que la reinversión de las utilidades en proyectos corporativos rentables, se traduciría en mayores dividendos a futuro.

Para ponerlo en palabras simples, si una sociedad tuviera exceso de caja (liquidez) y pocos o ningún proyecto rentable, la transferencia de fondos a los accionistas sería buena (razonable, conveniente). Por el contrario, si la sociedad no tuviera liquidez o teniéndola tuviera proyectos de inversión rentables, la transferencia de activos a los accionistas -vía dividendos en efectivo-, sería mala (poco razonable o inconveniente)⁴⁴.

Para un análisis financiero adecuado, tanto en la propuesta del directorio sobre la aplicación de los resultados del ejercicio, como al momento de resolver su destino por parte de la asamblea, deberá evaluarse la rentabilidad de los proyectos de inversión que fueran presentados, para justificar la retención de las utilidades.

Lamentablemente, la determinación del costo de capital no es tarea sencilla porque las empresas suelen financiar sus proyectos y actividad con alguna combinación de deuda y recursos propios y, dentro de la primera a través de distintas fuentes y bajo diferentes condiciones. Pero, mientras el costo de la deuda puede ser fácilmente determinable, el costo de los recursos propios es más difícil de estimar, básicamente por la dificultad de precisar el porcentaje de dividendos a lo largo del tiempo, la tasa de crecimiento de los

⁴⁴ En este sentido BOOTH, Richard, A.; “The Dividend Dividend”, Business Law Today, vol. 12, n° 4, 2003 (“*Existen existe solo dos razones para no pagar dividendos. O la compañía está en condiciones de ofrecer un mejor destino para las utilidades excedentes o, simplemente, no tiene utilidades*”).

mismos y el riesgo específico de cada proyecto durante cada período, que bien puede diferir del nivel general de riesgo asumido por cada accionista por su inversión.

Queda claro hasta aquí que para retener utilidades que podrían distribuirse entre los accionistas, es menester que tanto el directorio, como la asamblea que apruebe tal destino propongan un proyecto de inversión alternativo que brinde un rendimiento superior a la renta que cada uno de los accionistas pueda obtener en el mercado invirtiendo sus eventuales dividendos.

Si la sociedad tuviera oportunidades de inversión más atractivas y rentables que las que ofrece el mercado, debiera retener las utilidades para reinvertirlas en proyectos corporativos⁴⁵. Ante la situación contraria, la sociedad debiera distribuir dichas utilidades entre sus accionistas vía dividendo⁴⁶. De esta forma los recursos se asignarían donde pudieran obtener una mayor renta y, por ende, adquirir mayor valor, aunque el punto débil de esta posición estaría en admitir que los dividendos no serían más que las sumas residuales de la política de inversión que adopte la sociedad.

5.2. Insuficiencia de la regla del costo de capital en el marco de las sociedades anónimas cerradas.

Más allá de la utilidad que pueda presentar el costo del capital para determinar la razonabilidad de una política de distribución de dividendos, es menester señalar que, en las sociedades cerradas, tal pauta se desdibuja, por diversos motivos.

En primer lugar, porque la expectativa del accionista de una sociedad cerrada no se agota en la renta económica que podría llegar a obtener en concepto de dividendos, sino que se amplía a otros aspectos y contenidos, tales como la posibilidad de un trabajo estable en la sociedad, tanto para el socio como para sus familiares⁴⁷; el reaseguro para su vejez y la herencia para sus descendientes; cambios en su forma de vida; desarrollo de ideas y proyectos personales; además de la percepción de beneficios patrimoniales que no siempre se distribuyen por el canal de los dividendos regulares. La participación en una sociedad cerrada implica más que la obtención de una

⁴⁵ Citado por MOLL, Douglas; "Shareholder Opresión & Dividend Policy in the Close Corporation", en Public Law and Legal Theory Series 2004-01, The University of Houston Law Center, <http://ssrn.com/abstract=437162>, p. 67; BRUDNEY, Victor; "Dividends, Discretion, and Disclosure", 66 Virginia Law Review 87 (1987). Define como inversión un oportunidad favorable de invertir un dólar a una tasa no menos favorable que a la que el mercado capitaliza las acciones sociales.

⁴⁶ Desde otro punto de vista, a veces complementario, puede sostenerse que la sociedad debe capitalizar sus ganancias en un proyecto de inversión sólo si la tasa de retorno de tal inversión justifica los riesgos de la misma. De otra manera, habría que distribuir dividendos y que cada accionista elija la inversión que prefiera, a su sólo riesgo. Un ejemplo para entender este punto: supóngase que una persona quiere invertir \$ 100 y está considerando dos posibilidades de inversión. Una, invertirla en bonos del tesoro, considerada una inversión relativamente segura, con una tasa del 5%. La otra, invertirla en acciones o títulos de deuda de una empresa privada, a una tasa del 10%, pero en una operación más riesgosa. Un inversor racional confiará su capital a la firma privada siempre y cuando crea que el 5% adicional de tasa de retorno compensa suficientemente el mayor riesgo de tal inversión.

⁴⁷ En las sociedades cerradas, la relación de empleo del accionista para con la sociedad, tiene un valor en sí mismo y, en muchos casos, resulta el único canal de participación en las ganancias sociales. Ver "Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.", 353 N.E. 2d 657, 662 (Mass. 1976) (74); "Bonavita v. Corbo", 692 A.2d 119, 124, 126 (N.J. Super. Ct. Ch. Div. 1996); "Exadaktilos v. Cinnaminson Realty Co.", 400 A.2d 554, 561 (N.J. Super. Ct. Law Div. 1979)2

renta de tipo financiero, ya que muchas veces los dividendos son queridos para vivir y no para reinvertir.

En segundo término, porque la propia naturaleza de ciertas sociedades cerradas (aquellas concebidas para incubar y desarrollar nuevos proyectos) impone, durante los primeros años, la capitalización de las utilidades. Es por ello que, al indagar sobre el costo del capital en los conflictos sobre dividendos en las sociedades cerradas, el paso del tiempo en que el negocio ha venido operando será, a menudo, relevante.

En tercer lugar, porque en pequeñas sociedades cerradas, con una gestión poco especializada y poco profesional, las decisiones sobre inversión y financiación suelen ser tomadas en forma intuitiva y en base a información insuficiente o, directamente, deficiente⁴⁸.

Por ello, todo análisis sobre la razonabilidad de una política de dividendos determinada debe contemplar las circunstancias particulares de la sociedad (estado de desarrollo, planes de inversión y crecimiento, necesidades financieras, contexto económico, conformación de su accionariado, condiciones de acceso al crédito externo o interno, etc.); las exigencias del negocio y actividad a la que se dedica la sociedad; el respeto a las pautas y restricciones indicados de índole legal o convencional y no configurar una situación de abuso que lesione el derecho de propiedad de los socios minoritarios.

⁴⁸ A esto se suma la dificultad de mensurar un proyecto de inversión (aquel que justifica la capitalización de las ganancias sociales y la omisión de la distribución de las mismas, vía dividendos), ya que, muchas veces, las previsiones fallan, al existir factores ajenos a la sociedad y que son altamente volátiles (como la preferencia del consumidor, la existencia de una competencia simultánea, el riesgo país en nuestro caso, etc.).