Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho - Abogacia

"Hacia una flexibilización de los límites del artículo 261 de la Ley N° 19.550."

Autor: Lucas Schlossberg

Legajo: 28178

Mentor de Tesis: Ramiro Salvochea

Buenos aires 30/07/2020

I. INTRODUCCIÓN

En el ordenamiento jurídico argentino, el derecho societario se rige por la Ley General de Sociedades N° 19.550, sancionada en el año 1972, aunque fue modificada en distintas oportunidades hasta convertirse en la norma que es en la actualidad. El artículo 261 de la ley en cuestión fue introducido en la misma por medio de la ley 20.468 y regula la remuneración de los directores en sociedades anónimas.

El tema abordado por el artículo 261, considero, es muy interesante en virtud de que siempre ha sido foco de discusión entre los juristas que se especializan en derecho societario. De todos modos, vale decir que hasta el momento no se ha alcanzado un criterio uniforme en relación con su interpretación.

Dicho artículo 261 se encuentra formado por cuatro párrafos. El primero de ellos prevé que la remuneración para el directorio podrá ser establecida por el estatuto de la sociedad y que, en su defecto, será determinada por la asamblea o el consejo de vigilancia, en su caso. El segundo párrafo, se refiere al monto máximo que por todo concepto pueden percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia (incluido los sueldos y honorarios por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente). Establece el límite del veinticinco por ciento de las ganancias de la sociedad. En el tercer párrafo se reduce el límite antedicho a un cinco por ciento para el caso en que no se distribuyan dividendos a los accionistas. Dispone, además, el incremento proporcional en función de la distribución de dividendos hasta alcanzar el tope del veinticinco por ciento precedentemente mencionado cuando se distribuya el total de las ganancias. El apartado final de la norma hace referencia a los supuestos en los cuales es posible exceder los límites prefijados. Señala que, frente a la existencia de ganancias reducidas o la inexistencia de éstas, podrán sobrepasarse los topes cuando ello se deba al ejercicio de comisiones especiales o de funciones técnico-administrativas de los directores. Siempre y cuando las remuneraciones en exceso sean aprobadas por la asamblea de accionistas, para lo cual el asunto deberá ser incluido como uno de los puntos del orden del día.

En el ámbito de la jurisprudencia argentina se pueden encontrar fallos en los cuales se ha interpretado el artículo 261 de maneras diferentes: restrictivamente o de forma amplia. La primera de ellas apunta a considerar la norma de manera exegética. Es decir, que se basa meramente en la letra de la ley sin tener en cuenta otras cuestiones como la intención del legislador, por ejemplo. La corriente amplia, por otro

lado, va más allá de lo estrictamente literal y se apoya en diversos principios teniendo en cuenta diferentes circunstancias. A modo de ejemplo, toma en consideración cuestiones como la adecuación entre la función cumplida y la retribución a percibir, diferenciándose de una posición rígida. En precedentes como “Bertarini, Carlos Pedro c/ Difusora Marplatense S.A. s/ordinario” o “Riviere de Pietranera, Lidia c/Riviere e Hijos S.A. s/sumario” ha prevalecido la corriente restrictiva, mientras que en fallos como “Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert S.A. y otros” ocurrió lo contrario. La disyuntiva en lo que respecta a los modos de interpretar el precepto bajo análisis, también es plausible de ser advertida en la doctrina que se ha ocupado de tratar el tema. Así pues, dichos criterios interpretativos focalizan en los diferentes elementos de la norma en cuestión.

II. OBJETIVO

El objetivo del trabajo en cuestión es analizar el artículo 261 de la Ley N° 19.550 a la luz de las diferentes interpretaciones que se han visto plasmadas no solo en la doctrina especializada en la materia, sino también en precedentes de la jurisprudencia argentina. Ello, en miras a la finalidad última que es la de conducir hacia una flexibilización de los límites impuestos por dicha norma. Vale decir, mediante la propuesta de incorporación de excepciones a los topes legales en cuestión. A su vez, y en el marco de la flexibilización propuesta, plantearé una manera novedosa, en el ámbito de nuestro país, de remunerar al directorio.

En virtud de que el tema en cuestión se encuentra en constante debate dentro del ámbito del derecho societario, considero que el trabajo puede, en alguna medida, contribuir mediante el aporte de ideas, a la búsqueda de un criterio uniforme.

III. METODOLOGÍA

Con la finalidad de cumplir con el objetivo propuesto en el presente trabajo, la metodología que implementaré será la siguiente:

- Análisis de jurisprudencia, en particular de los fallos “Bertarini, Carlos Pedro c/ Difusora Marplatense S.A. s/ordinario”, “Riviere de Pietranera, Lidia c/Riviere e Hijos S.A. s/sumario”, “Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert S.A. y otros”y “Zubía Emeterio c/ Forjagro S.A.”.

- Análisis de legislación, en particular: Ley N° 19.550, Ley N° 27.541 y Ley N° 17.811.

- Análisis de doctrina.

ÍNDICE TEMÁTICO

I. Introducción

II. Objetivo

III. Metodología

IV. La remuneración del directorio en la normativa argentina
El artículo 261 de la Ley N° 19.550

V. Las distintas corrientes interpretativas del artículo 261 de la Ley N° 19.550
A. La tesis restrictiva
B. La tesis amplia
C. Corolario resultante

VI. Propuesta de incorporación de excepciones a los límites impuestos por el artículo 261 de la Ley N° 19.550
A. Decisión de no distribuir dividendos para la reducción del pago del impuesto a las ganancias
B. Nuevas formas de remunerar al directorio como un incentivo para alinear el éxito en la gestión con la remuneración: "Stock options"

VII. Hacia un criterio uniforme en torno al tratamiento de la remuneración del directorio

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

IV. La remuneración del directorio en la normativa argentina
El artículo 261 de la Ley N° 19.550

El sistema de remuneración de los directores en las sociedades anónimas, eje central del presente trabajo, se encuentra normativizada a través del artículo 261 de la Ley General de Sociedades N° 19.550. Transcribo el mismo a continuación:

"El estatuto podrá establecer la remuneración del directorio y del consejo de vigilancia; en su defecto, la fijará la asamblea o el consejo de vigilancia en su caso.

El monto máximo de las retribuciones que por todo concepto puedan percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia en su caso, incluidos sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente, no podrán exceder del veinticinco por ciento (25%) de las ganancias.

Dicho monto máximo se limitará al cinco por ciento (5%) cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas, y se incrementará proporcionalmente a la distribución, hasta alcanzar aquel límite cuando se reparta el total de las ganancias. A los fines de la aplicación de esta disposición, no se tendrá en cuenta la reducción en la distribución de dividendos, resultante de deducir las retribuciones del Directorio y del Consejo de Vigilancia.

Cuando el ejercicio de comisiones especiales o de funciones técnico administrativas por parte de uno o más directores, frente a lo reducido o a la inexistencia de ganancias impongan la necesidad de exceder los límites prefijados, sólo podrán hacerse efectivas tales remuneraciones en exceso si fuesen expresamente acordadas por la asamblea de accionistas, a cuyo efecto deberá incluirse el asunto como uno de los puntos del orden del día."[1]

Resulta apropiada la transcripción para visibilizar la norma en cuestión, teniendo en cuenta que seguidamente me ocuparé de realizar un análisis técnico de la misma, aludiendo a los distintos conceptos que de ella se desprenden.

En primer lugar, es menester referirme a la presunción de onerosidad que surge del primer párrafo del artículo, en lo que respecta a la gestión del directorio y al consejo de vigilancia. Debo aclarar, antes de continuar, que en el presente trabajo pondré el foco, únicamente, en los directores. En principio, la gratuidad respecto de sus tareas procederá solamente mientras que no haya alguna cláusula en el estatuto de la sociedad que la prohíba. Lo antedicho, en la medida que la asamblea así lo haya resuelto y que los directores en cuestión acepten que sus tareas no sean remuneradas. A su vez, los miembros del directorio tienen la posibilidad de renunciar a la remuneración que les correspondería percibir en virtud de los servicios que hayan prestado en beneficio de la

[1] Ley N° 19.550

sociedad. De todos modos, dicha renuncia debe ser expresa en todos los casos y se la debe interpretar de manera restrictiva. Otro aspecto insoslayable respecto de la renuncia a la remuneración por parte de los integrantes del órgano societario en cuestión es que la misma debe llevarse a cabo en cada ejercicio social, específicamente. Esto es, que, si un director ha renunciado al derecho de ser retribuido en algún ejercicio, lo antedicho no puede derivar en el hecho de que se suponga la gratuidad en ejercicios posteriores y, que ello pase a ser la regla. Así ha sido receptado por la jurisprudencia en el fallo "Lalanne, Jorge c/ Caja Prendaria S.A.". Dicho esto, también es importante señalar que no es necesario que la renuncia provenga de un documento firmado, por ejemplo. Ello, siempre y cuando la misma comprenda una declaración incontrovertible de la voluntad del director del cual se trate. Agrego por último que si bien no es un requisito legal que estos indiquen la razón de su renuncia, es conveniente que justifiquen su decisión con el fin de que no exista duda alguna en cuanto a que ha sido un acto voluntario.[2]

A su vez, y tal y como surge de la mencionada norma, la remuneración que corresponda al directorio podrá ser determinada en el estatuto, y en caso de que ello no ocurra será la asamblea o el consejo de vigilancia quienes tendrán que resolverlo.

El término remuneración utilizado en el artículo 261 engloba cualquier método de pago mediante el cual se retribuya a los miembros del directorio por las tareas que éstos desempeñen. Es decir, en forma de honorarios por el cargo orgánico que ocupen, como contraprestación por el ejercicio de funciones ejecutivas, o mezclando ambas configuraciones remunerativas.[3]

El concepto de presunción de onerosidad es sostenido por la doctrina e incluso podría hablarse de retribución obligatoria, ya que muchos estudiosos del derecho societario sostienen su obligatoriedad. Si bien son nociones diferentes en virtud de que el grado de imposición de uno difiere al del otro, están estrechamente vinculados. Además, se encuentran en línea con lo que la mayoría de la doctrina entiende en esta materia. Esto es, en razón de que esta última se inclina en favor de que los servicios

---

[2]Cfr:
Rubín, Miguel Eduardo, *"La remuneración de los directores de sociedades anónimas. Por qué estamos como estamos y propuestas para una indispensable reforma legislativa."*, El Derecho, Buenos Aires, 2017.
[3]Cfr:
Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011.

prestados por el directorio son por naturaleza remunerados. Ya sean accionistas de la sociedad o no, los directores cuentan con el derecho a recibir una remuneración por sus funciones orgánicas y/o ejecutivas, siendo dicho derecho de carácter patrimonial. El mismo no puede ser dejado de lado bajo ningún punto de vista. Es importante manifestar que, los administradores tienen una relación "orgánica" con la sociedad. De todos modos, existe una base contractual en ese vínculo. Entonces, de aquel acuerdo de voluntades surgirá el convenio respecto de qué retribución percibirá el director por sus tareas. Así, si bien la Ley N° 19.550 le otorga prioridad a la asamblea de accionistas para fijar la remuneración, evitando que sea el directorio quien determine su propia retribución, entran en juego otras normas jurídicas de carácter laboral y contractual, por ejemplo. Dichas normas deberán tenerse en cuenta y compatibilizarse al momento de discutir dicha retribución.

El hecho de que la sociedad cuente con la obligación de retribuir a quienes integren su órgano administrativo, lo dictamina la ley al prever que, si la remuneración no se encuentra fijada en el estatuto, será función de la asamblea o del consejo de vigilancia hacerlo. En caso de que lo mencionado anteriormente no suceda, o si ocurre que efectivamente fijan la remuneración, pero ésta no se condice con las tareas realizadas, el director contaría con la posibilidad de presentarse ante la justicia y ejercer la acción correspondiente. Ello, con la finalidad de que en aquel ámbito se termine estableciendo una retribución que se condiga con el trabajo que dicho director haya efectuado en la sociedad. Es plausible destacar, que con todo ello se lo está protegiendo al director de que se soslaye el principio general respecto de la presunción de onerosidad. A través de esta vía de reclamo en cabeza del director que no percibió remuneración alguna o que en caso de haberlo hecho ésta fue injusta por ser bajo su valor con relación a las tareas prestadas, se busca proteger un derecho que surge del artículo 14 de la Constitución Nacional. El de recibir una retribución justa.[4]

Como he adelantado, la retribución a ser percibida por los miembros del directorio puede ser determinada en el estatuto social. En los casos en que ello suceda, la fijación de dicho monto depende del resultado del ejercicio social. De todos modos, la autonomía de la voluntad de los accionistas reina en el sentido de que éstos cuentan con la posibilidad de elegir entre un amplio abanico de opciones. Ello atento los distintos

---

[4]Cfr:
Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011.

sistemas de remunerar que existen. Además, pueden estructurar la cláusula que trate lo antedicho a su voluntad mientras que se respeten los parámetros que fija el artículo 261 de la Ley N° 19.550, pues dentro de los mismos es que se permite establecer estatutariamente la remuneración del directorio. De esta manera, las alternativas son incontables e incluso es posible plantear formas novedosas como haré posteriormente en el presente trabajo. Si bien lo recientemente mencionado es cierto, también lo es el hecho de que en la doctrina se reconocen, a grandes rasgos, cuatro formas de remunerar al directorio. Todas ellas, se refieren a las retribuciones al cargo directivo propiamente dicho y se denominan honorarios al directorio.[5]

La primera de dichas formas es la retribución fija. Es decir, aquella que "se establece de antemano, no dejando librada la variación del monto más allá de lo estipulado y no dependiendo, más allá de la estructura de la ecuación, de variables externas."[6] Dicho monto fijado en el estatuto se establece con cargo a resultados del ejercicio social del cual se trate.

El segundo método de remuneración es el variable. El mismo consiste en calcular un porcentaje sobre las utilidades del ejercicio social, luego de haber descontado el monto que la sociedad deba pagar en términos de impuestos al Estado. Es por esto que se lo llama variable, en tanto que el monto cambiará de acuerdo a los valores que arroje cada ejercicio social, es inestable. La remuneración variable requiere que la determinación y aprobación de la retribución a los miembros del directorio sean tratadas en una asamblea de accionistas. Al hablar del sistema en cuestión, es menester considerar lo previsto en el artículo 71 de la Ley General de Sociedades N° 19.550 que prevé que *"las ganancias no pueden distribuirse hasta tanto no se cubran las pérdidas de ejercicios anteriores"*[7], pero a su vez agrega en su segundo párrafo que *"cuando los administradores, directores o síndicos sean remunerados con un porcentaje d ganancias, la asamblea podrá disponer en cada caso su pago aun cuando no se cubran pérdidas anteriores."*[8][9]

---

[5]Cfr:
Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.
[6]Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.
[7]Ley N° 19.550
[8]Ley N° 19.550
[9]Cfr:
Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.

Además, surge el tercer sistema remunerativo que es el mixto. Como su nombre lo indica es una suerte de combinación entre los dos sistemas anteriormente expuestos. Es decir, que mediante el mismo se determina una remuneración básica invariable y, a su vez, un porcentaje alterable que se verá sujeto a distintas condiciones.[10]

Otro concepto que surge del artículo 261 de la Ley General de Sociedades N° 19.550, es el de los límites que dicha norma impone en sus párrafos segundo y tercero. Ello, respecto de las retribuciones correspondientes a quienes tienen el rol de administrar las sociedades anónimas. Cabe destacar, que el antecedente histórico en materia normativa, respecto de dichos párrafos, reside en las disposiciones reglamentarias provenientes de la Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina. En razón de ello, debo considerar los motivos que llevaron a su estipulación. Lo que dicha institución perseguía con las medidas mencionadas, era poner un límite a los abusos en términos de remuneración de los directores de empresas que se encontraban bajo la dirección del organismo.[11]

Por otro lado, debo señalar que en el segundo párrafo del artículo 261 se establece un porcentaje máximo para remunerar a los miembros del directorio en las sociedades anónimas. Del mismo surge que dicho porcentaje, que es del 25%, es respecto de las ganancias arrojadas en el ejercicio en cuestión. Esto último es materia de discusión en virtud de que parte de la doctrina considera que al usar el vocablo ganancias la norma se refiere a las de carácter liquido o netas. Contrariamente, otros especialistas entienden que el límite porcentual recae sobre las ganancias totales y no sobre las ganancias pasibles de ser distribuidas. Dicho esto, parecería que los porcentajes mencionados deben calcularse sobre las ganancias totales previa disminución de la reserva legal que impone el artículo 70 de la Ley N° 19.550. A su vez, habla de que el límite recae sobre las remuneraciones que perciben los directores "por todo concepto"[12]. Esto abarca los sueldos y el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente. El 25% al cual me refiero rige en los casos en que se distribuya a los socios la totalidad de las ganancias arrojadas en el ejercicio, en

---

[10]Cfr:
Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.
[11]Cfr:
Matta y Trejo, Guillermo E, *"Repensando el art. 261 de la ley Nro. 19.550 a la luz de la anónima actual y la jerarquía de normas"*, Rosario, 2001, (396).
[12]Ley N° 19.550

concepto de dividendos. Esto último, como expondré a continuación, surge del tercer párrafo de la norma.[13]

El antedicho párrafo, prevé que en caso de que la sociedad arroje ganancias, pero las mismas no sean distribuidas, el límite impuesto se reduce a un 5% de las utilidades. Asimismo, que dicho monto se incrementará proporcionalmente a la distribución hasta alcanzar el 25% comprendido en el segundo párrafo, al distribuir las mismas en su totalidad. Finalmente, agrega que para aplicar lo dispuesto no se tendrá en cuenta la reducción de la distribución de dividendos proveniente de deducir las remuneraciones del directorio y del consejo de vigilancia.

Lo previsto en el artículo 261 de la Ley N° 19.550 en lo que respecta a los límites anteriormente tratados, busca prevenir que ocurra un abuso por parte de quienes integran el directorio en contra de los accionistas. Esto es, a través de la percepción de honorarios. Asimismo, tiene como finalidad encontrar un equilibrio entre dos cuestiones: la primera de ellas refiere a las funciones que llevan a cabo los directores, y el derecho que surge de realizarlas, vale decir, el de una retribución justa; y por otro lado la concerniente al derecho de los accionistas de percibir dividendos. De esta manera, lo que se intenta lograr es el desarrollo de una estructura que no fomente la presencia de administradores ricos y accionistas pobres. En la misma línea, la imposición de límites prevista en la norma resguarda el interés social. Ello, en virtud de que por medio de los topes se protege a los socios minoritarios que justamente por ser minoritarios tienen menos preponderancia a la hora de votar acerca de los puntos del orden del día. En caso de que no existiera límite alguno para determinar los honorarios de los directores, los socios mayoritarios podrían abusar de dicha cualidad. Estarían posibilitados para votar que se remunere de manera excesiva a los administradores elegidos por ellos. Vale decir, para retirar a través de la remuneración de los directores parte de las ganancias como una suerte de dividendo encubierto, privando a los minoritarios de percibir su parte por no integrar el grupo de control.[14]

Entonces, por medio de los párrafos segundo y tercero del artículo 261, se determina un margen porcentual dentro del cual se deben establecer las

---

[13]Cfr:
Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011.
[14]Cfr:
Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011.

remuneraciones de los directores. Esto es, dentro del 5% y del 25% de las ganancias, incluidos los honorarios, las tareas técnico-administrativas y los sueldos de los directores empleados. Los últimos son aquellos que se encuentran en relación de dependencia con la sociedad.

Por último, es necesario hacer referencia al cuarto párrafo del artículo 261. Dicho extracto de la norma se encarga de prever las excepciones a los límites legales que anteriormente he desarrollado. No solo menciona los casos en los que es posible propasarse de los límites, sino que también comprende los supuestos en los cuales es factible retribuir al directorio incluso cuando no existan ganancias en el ejercicio social correspondiente.

De la cláusula en cuestión, surgen distintos aspectos para tener en cuenta a la hora de analizar la posibilidad de superar los límites de los párrafos segundo y tercero. La norma dicta que ello sucede cuando los miembros del directorio llevan a cabo comisiones especiales o funciones técnico-administrativas "frente a lo reducido o a la inexistencia de ganancias"[15]. Lo antedicho es pasible de ocurrir siempre y cuando se trate como un punto del orden del día y se apruebe en asamblea de accionistas.

Lo primero en lo que me detengo, es en el término comisiones especiales. Estas se refieren a la prestación de servicios específicos que no son inherentes al cargo de director de una sociedad. Es decir, tareas que no forman parte de la gestión interna de los negocios sociales, a la cual se dedica el órgano de administración. Roitman las define de la siguiente manera: "consisten en estudios especiales realizados con fines de expansión u organización empresarial para la realización de operaciones específicas."[16] Seguidamente, corresponde aludir a las funciones técnico-administrativas. Es cierto que respecto de éstas la Ley N° 19.550 no brinda una definición, sin embargo, distintos juristas se han puesto de acuerdo en decir que dichas funciones son aquellas que no corresponden, usualmente, a los miembros del directorio, los excede. En cambio, son tareas realizadas por especialistas, aunque si efectivamente las lleva a cabo un director, aquel tiene derecho a percibir una remuneración. Se trata de funciones para las cuales normalmente la sociedad contrata a un tercero, pero que

[15]Ley N° 19.550
[16]Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.

por cuestiones de idoneidad las puede efectuar algún miembro del órgano de administración, por ejemplo, asesoramiento financiero o jurídico.[17]

Otro factor importante que surge del artículo 261 de la Ley N° 19.550, es el concepto de inexistencia de ganancias o el hecho de que estas sean reducidas. En lo que respecta a la inexistencia de las utilidades no existe controversia alguna ya que es una cuestión que se verifica simplemente, a través de la observación del estado de resultados y balance general. Es decir, que si al analizar dichos documentos, se observa que la sociedad no ha arrojado ganancias, las mismas son inexistentes. Ante tal supuesto, la asamblea podrá determinar la remuneración que le corresponde percibir a los directores que se encuentren comprendidos en la cláusula de la norma que me encuentro analizando. Respecto de los conceptos aludidos, la controversia surge con el de ganancias reducidas. Ello, en tanto que la doctrina se encuentra dividida a la hora de interpretar este término, considerando que "reducidas" tiene distintos significados. Lo cierto, es que la jurisprudencia ha establecido a través del fallo "Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert S.A. y otros" que las utilidades se consideran reducidas cuando el 25% de las mismas no resulta suficiente para la contratación de directores.[18]

Por último, debo manifestar que la decisión de superar los topes legales del artículo 261 de la Ley N° 19.550 debe incluirse como uno de los puntos del orden del día a ser tratados por la asamblea de accionistas. Ella deberá resolver la aprobación de la necesidad de exceder dichos límites para que efectivamente proceda. A tal fin, deberá justificarse cuáles son las tareas técnico-administrativas y/o comisiones especiales llevadas a cabo por el directorio que justifican el exceso en el límite dispuesto en el artículo 261 de la Ley N°19.550, siendo insuficiente la mera referencia normativa.

V. Las distintas corrientes interpretativas del artículo 261 de la Ley N° 19.550.

A continuación, me dedicaré a exponer las dos tesis más importantes que existen en el ámbito del derecho societario respecto de la interpretación del artículo 261 de la Ley N° 19.550. Estas son, las llamadas "restrictiva" y "amplia". Debo destacar que,

---

[17]Cfr:
Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima.",* El Derecho, Buenos Aires, 2013.
[18]Cfr:
Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013.

siendo opuestas desde el punto de vista teórico, ambas han sido utilizadas en distintos casos de la jurisprudencia de nuestro país por los jueces para resolver controversias sobre el tema y llegar a una solución justa.

A. La tesis restrictiva

La tesis restrictiva es sustentada por la corriente interpretativa que analiza la norma de manera exegética, es decir, basándose exclusivamente en la letra de la ley. Soslaya en cambio, otros elementos que suelen emplearse para llevar a cabo dicha tarea, como lo son la intención del legislador o los principios generales del derecho. Para quienes apoyan la tesis en cuestión, el derecho se limita a la letra de la norma en su redacción.

El sector de la doctrina y de la jurisprudencia que apoyan esta corriente limitan, en principio, las remuneraciones de los miembros del directorio a los porcentajes sobre las ganancias que se encuentran establecidos en los párrafos segundo y tercero del artículo 261. Esto es, dependiendo de la eventual distribución de dividendos o falta de ello. La base de dicha tesis, considero, se encuentra enraizada en el hecho de poner a los accionistas de las sociedades por sobre los administradores, y evitar que ocurra lo contrario. Es decir, se pretende impedir que un director perciba una remuneración acorde a su labor, y que de esta manera los accionistas vean cercenada la posibilidad de recibir dividendos si las ganancias no resultan suficientes para cubrir ambas cuestiones. A su vez, realizar una interpretación restrictiva del artículo 261 de la Ley N° 19.550, busca prevenir abusos por parte de los accionistas mayoritarios. Esto ocurrirá cuando accionistas que detenten la mayoría de las acciones, como consecuencia tomen las resoluciones en las asambleas y, además, sean directores de la sociedad, obtengan las ganancias arrojadas en el ejercicio social mediante el pago de honorarios, omitiendo distribuir dividendos. Con ese mecanismo los accionistas directores resuelven aprobar en asamblea retribuciones excesivas llevando a cabo una suerte de distribución de dividendos encubierta, destinada a ellos mismos. También puede ocurrir que los directores a quienes se destinen las remuneraciones desmesuradas no sean los mismos socios, pero si personas de su confianza elegidas por ellos para que finalmente el dinero acabe en poder de dichos socios (esto seria una maniobra delictiva que solamente la menciono, pero no desarrollo, por no ser este el trabajo para hacerlo). Sin perjuicio de que pueda suceder el mecanismo descripto, los seguidores de la corriente restrictiva buscan asociar las retribuciones de los miembros del directorio con el concepto de riesgo empresario. Se busca que estos compartan el riesgo de la performance de la

empresa con quienes son accionistas de la sociedad. Ello, por medio de la supeditación de sus remuneraciones a las ganancias de la compañía estableciendo como limite un porcentaje sobre las mismas. Vale decir que el concepto de riesgo empresario es importante en lo que respecta a la tesis restrictiva y lo iré desarrollando a lo largo del presente apartado.[19]

Tal y como he adelantado, el principio seguido por la corriente estricta establece que las remuneraciones de los directores deben encontrarse dentro de los límites porcentuales que surgen de la norma. Es decir, entre el 5 por ciento y el 25 por ciento de las ganancias, según se hayan distribuido dividendos o no. En base a esto último, debo decir que, bajo la luz de dicha teoría la regla que introduce el cuarto párrafo respecto de la posibilidad de superar los limites es esencialmente de carácter excepcional. Por ende, debe ser tratada de manera restrictiva. Asimismo, se deben considerar, en todos los casos, los requisitos impuestos por el artículo 261 de la Ley N° 19.550 a fines de que proceda dicha regla. Estos son, que las ganancias sean reducidas o inexistentes, que los directores beneficiarios hayan cumplido funciones técnico-administrativas o integrado comisiones especiales y la inclusión explicita de la excepción dentro de los puntos del orden del día a ser tratados por la asamblea de accionistas de la sociedad. Es importante hacer mención a dichos requisitos en tanto que el análisis restrictivo de la corriente en cuestión recae, en gran medida, sobre los mismos, diferenciándose de la tesis amplia que posteriormente desarrollaré en el presente trabajo.

En línea con la corriente interpretativa que me encuentro exponiendo debo manifestar distintas cuestiones. En primer lugar, que el cuarto párrafo de la norma foco del escrito al hablar del desempeño de funciones técnico-administrativas como un requisito necesario para superar los limites porcentuales establecidos, se refiere únicamente a las que revisten carácter temporal. Esto es, a las tareas de índole no permanente que usualmente son realizadas por individuos especializados en el área del cual se trate la función especifica. Por lo tanto, no a aquellas que suelen desempeñar los directores como una inherente a su cargo. Son tareas que, usualmente, efectúan los llamados gerentes de una compañía. De todos modos, podrían ser llevadas a cabo por

[19]Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio",* Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (99-100).

algún director que entienda del tema respectivo. Es en el supuesto de que ello suceda que el administrador merece ser remunerado por el trabajo que realice, en tanto comprende una locación de servicios. La doctrina y jurisprudencia que rige su interpretación del artículo 261 de la Ley N° 19.550 a la luz de la tesis restrictiva, sostiene que la excepción a los límites impuestos por dicho precepto comprende únicamente a las funciones técnico-administrativas de carácter temporal, como he señalado previamente. Fundamenta su postura argumentando que el legislador en el segundo párrafo incluyó el vocablo "permanente" respecto de las funciones bajo análisis, para especificar que las mismas deben ser remuneradas teniendo en cuenta los límites normativos. En cambio, al redactar el último párrafo para prever la posibilidad de superar estos últimos, simplemente habló de funciones técnico-administrativas sin detenerse en el carácter de estas. Para quienes apoyan la corriente del presente apartado, de la omisión referida, se sigue que la excepción a los limites legales únicamente alcanza a las de naturaleza temporal.[20]

Debo destacar que además de las funciones técnico-administrativas temporales, también se encuadran dentro de la excepción del párrafo cuarto las comisiones especiales. Estas últimas difieren de las primeras en cuanto que hacen referencia a tareas que pueden realizar miembros del directorio de "estudios para la proyección y/o realización de determinadas operaciones, sean de expansión empresaria u organización interna de la empresa."[21]

Otro concepto que me resulta importante tratar es el de las ganancias reducidas o inexistentes de las cuales habla el párrafo cuarto del artículo 261 de la Ley N° 19.550. Vale decir, que existe una disyuntiva interpretativa en lo que respecta al mismo. Para hablar de la noción, que la corriente restrictiva entiende como la correcta, de "lo reducido o inexistencia de ganancias"[22], debe tenerse en cuenta la idea de riesgo empresario. Ello, en tanto que relaciona la existencia o no de ganancias con el derecho del director de la sociedad a cobrar una remuneración por la realización de funciones técnico-administrativas de carácter temporal. Quienes interpretan el tema en cuestión de manera estricta, consideran que los miembros del directorio al aceptar su cargo y ejercerlo de manera profesional, se ven automáticamente supeditados al éxito o fracaso

---

[20]Cfr:
Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011.
[21]Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (103).
[22] Ley N° 19.550

de la empresa para la cual desempeñan sus funciones. Es decir, que si la sociedad no obtiene utilidades por aquellos emprendimientos y negocios de los cuales forma parte, los directores no serán retribuidos. Si cobrarán en caso de que la sociedad arroje ganancias. Puesto de otra manera, la remuneración de los administradores será acorde a los resultados que arroje la sociedad en la cual llevan a cabo sus funciones. Esto es, en virtud del llamado riesgo empresario que lo que hace es alinear los intereses del director con los de la sociedad. Dota al administrador de una cualidad inherente a los accionistas, la de cobrar o no dividendos según los resultados, al menos lo coloca en una posición análoga a la del accionista.[23]

Con lo expuesto en el párrafo anterior, lo que la postura restrictiva busca es evitar que, al hablar de ganancias reducidas o inexistentes, la vara que se utilice para medir si las mismas lo son o no, sea la remuneración de quienes integran el directorio. Es decir, evitar que las utilidades que comprendan dicho supuesto sean aquellas que no sean suficientes para retribuir a los administradores, en base a los valores de mercado.

Para el disgusto de los seguidores de esta doctrina, juristas en contraposición a ella, teóricamente hablando, han llegado a considerar que las remuneraciones superadoras de los límites impuestos legalmente por el artículo 261 de la Ley N° 19.550, incluso proceden cuando el director que se beneficia de dicha superación concurre a las reuniones de directorio. Ello, y cuando además se encarga de dirigir un área puntual dentro de lo que es la administración de la sociedad. Lo antedicho soslaya lo dispuesto por el juez Bernabé Chirinos al votar en el fallo "Los Cabritos S.A. c/Instituto Nacional de Previsión Social" de la Sala I de la Cámara Nacional de Apelaciones de la Seguridad Social. En dicho voto consideró que son funciones inherentes al cargo de director: "todas aquellas funciones que hacen a la vida misma de la empresa, ya sea a nivel jurídico, económico, financiero, de representación y dirección, y que en conjunto son funciones permanentes que deben cumplir o velar por su cumplimiento los integrantes del directorio". Lo antedicho a diferencia de lo que se dijo en el caso "Martín", en el cual se afirmó que la función exclusiva del cargo de director es la concurrencia a las reuniones de directorio.[24]

---

[23]Cfr:
Di Chiazza, Iván G, *"Honorarios de directores. Límites legales. Nota al fallo "Bertarini, Carlos c/ Difusora Marplatense S.A."*, Buenos Aires, 2010.
[24]Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (101).

El hecho de que existan en nuestra jurisprudencia fallos como los mencionados en el párrafo anterior, según los juristas que se alinean con la tesis estricta, combate el abuso que pueden ejercer los accionistas que detentan la mayoría accionaria de una sociedad. Según estos lo antedicho fue avalado en los fallos cuya resolución tiene un sentido opuesto. Además, consideran que contribuye en fomentar la constitución de sociedades, debido a que lo que hacen finalmente es robustecer el derecho de los accionistas a recibir dividendos, que es justamente, la causa del contrato social.[25]

En la misma dirección ideológica se expidió la Cámara Comercial, Sala E en autos "Ramos, Mabel c/Editorial Atlántida s/sumario". Determinó que no correspondía establecer como regla general un porcentaje máximo respecto de las ganancias arrojadas por la sociedad para las remuneraciones, por todo concepto, del directorio. Esto es, incluidas las funciones técnico-administrativas de carácter permanente, y posteriormente permitir la superación del límite en caso de no existir ganancias o que las mismas sean reducidas, cuando uno o más directores realizan funciones técnico-administrativas de carácter estable.[26]

En el año 1995, en el fallo "Riviere De Pietranera, Lidia c/Riviere e Hijos S.A. s/sumario", la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial optó por aplicar la tesis restrictiva para resolver la controversia. Los hechos del caso presentan una disputa centrada en una empresa de dos familias enfrentadas entre sí. La hija del fundador de la sociedad quien a su vez era socia minoritaria se vio afectada por los accionistas mayoritarios, y cuestionó la remuneración de un director. El antedicho era un jubilado que no parecía presentar las condiciones de un ejecutivo profesional. Si bien el caso presentó un trabajo argumental y probatorio precario de ambas partes, lo importante del mismo es la interpretación que efectuó la Cámara respecto del artículo 261 de la Ley N° 19.550. Dicha interpretación exegética de la norma tuvo un razonamiento que giró en torno a tres cuestiones. La primera de ellas recayó en que "la forma habitual de la remuneración de los directores es la participación en las utilidades". Segundo, que excepcionalmente se utiliza una remuneración fija la cual procede solamente "…por haberlo así establecido el estatuto, o por configurarse el supuesto de la Ley General de Sociedades N° 19.550: artículo 281 inciso d…". En tercer lugar, la Cámara resuelve el

---

[25]Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (101).
[26]Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (101).

caso aplicando el concepto de riesgo empresario explicado anteriormente en el trabajo. Determinó que "…quienes aceptan desempeñarse profesionalmente en el cargo de director de una sociedad anónima quedan vinculados con la suerte de la empresa en la que desarrollarán sus tareas, de modo que, si los emprendimientos comerciales no resultan fructíferos la retribución será, en principio, acorde con los resultados". Por lo tanto, el tribunal concluye que en caso de que no se arrojen ganancias, "los directores no tienen derecho a reclamar retribución alguna…". Además, en concordancia con la corriente restrictiva, se sostuvo que las funciones técnico-administrativas que permiten superar los límites legales respecto de la remuneración de los directores, son las transitorias. Finalmente, la sentencia se ocupó de hacer mención al requisito que establece la necesidad de incluir el posible exceso del límite normativo como uno de los puntos del orden del día. Manifestó que en el acta de asamblea en cuestión no se explicaban "los debidos fundamentos del caso".[27]

En concordancia con el fallo anteriormente detallado, en el año 2009 la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial resolvió el caso caratulado "Bertarini, Carlos Pedro c/ Difusora Marplatense S.A. s/ordinario". En el antedicho, el tribunal consideró menester hacer uso de la tesis restrictiva a la hora de interpretar el artículo 261 de la Ley N° 19.550 y solucionar la controversia. Respecto de los hechos, Carlos Pedro Bertarini promovió una demanda en contra de Difusora Marplatense Sociedad Anónima. Ello, con la finalidad de que se le paguen los honorarios que presuntamente le correspondían en virtud de haber ejercido el cargo de director de dicha sociedad de manera ininterrumpida entre el año 1995 y 2002. En términos generales, la Cámara se plantea dos interrogantes. El primero, si corresponde remunerar al actor. El segundo, que surge en caso de ser afirmativa la respuesta a la cuestión precedente, determinar cual es la extensión económica de dicha remuneración. En lo que respecta a la primera pregunta, se resuelve que el actor goza del derecho a ser retribuido por la onerosidad que se presume en cuanto al cargo de director. Lo antedicho, siempre y cuando el estatuto no prevea lo contrario o el director en cuestión no haya renunciado de manera expresa a dicho derecho. Vale decir, que el tribunal apreció que lo precedente se sobrepone ante el argumento de los actos propios planteado por la demandada. Esto es, en virtud de que el director en ningún momento efectuó un reclamo ante la falta de tratamiento en asamblea del tema de sus honorarios. Seguidamente, se ocupó de

[27]Cfr:
Rubín, Miguel Eduardo, *"La remuneración de los directores de sociedades anónimas. Por qué estamos como estamos y propuestas para una indispensable reforma legislativa.",* El Derecho, Buenos Aires, 2017.

resolver la cuestión de la extensión de la remuneración de Bertarini. Para ello, tal y como sucede en "Riviere De Pietranera, Lidia c/Riviere e Hijos S.A. s/sumario" se utilizó el concepto de riesgo empresario, considerando que la remuneración de los miembros del directorio se encuentra ligada al fracaso o éxito de la empresa, es decir a sus resultados. Del voto surge que "los directores no obstante hallarse investidos del derecho a la remuneración también asumen el riesgo de la empresa, que sin ser el de los accionistas resulta análogo"[28]. Entonces, sin ponerlos en una situación exactamente igual, consideraron que los directores se encuentran en un lugar similar al de los accionistas. Que por ello las ganancias reducidas o inexistentes requeridas para superar los límites legales, deben ser interpretadas de manera restrictiva teniendo en cuenta el riesgo empresario. A tal efecto dijeron que "la forma habitual de la remuneración de los directores es la participación en las utilidades, y si ellas no existen, los directores no tienen derecho a reclamar retribución alguna, pues para ellos sus honorarios no son la contrapartida de la función cumplida, sino del resultado de dicha gestión".[29] En el caso en cuestión, el tribunal estimó que no cabía superar los límites que impone el artículo 261 de la Ley N° 19.550, mientras no se cumplan cada uno de los requisitos que de dicha norma surgen y que me he ocupado de enumerar anteriormente en el trabajo. En cambio, impuso que la alícuota a tener en cuenta para determinar la retribución del actor es la del 5% de las ganancias que surge del tercer párrafo de la norma bajo análisis.[30]

B. La tesis amplia

Luego de haber tratado la tesis restrictiva, me toca presentar la contraposición teórica de la antedicha. Esta es, la que realiza una interpretación amplia del artículo 261 de la Ley N° 19.550. La corriente en cuestión analiza la norma mas allá de lo que esta dice de manera literal y exegética, teniendo en cuenta otros factores a la hora de estudiarla. Se apoya en diversos principios teniendo en cuenta circunstancias distintas. Se diferencia de la posición rígida que presenta la idea restrictiva en cuanto que valora otras cuestiones como pueden ser la justicia, la equidad, la adecuación entre la tarea realizada y la retribución a percibir, entre otras cosas. Entonces, para quienes apoyan dicha tesis, el derecho es más que lo que dice la norma en su letra.

---

[28] *"Bertarini, Carlos Pedro c/ Difusora Marplatense S.A. s/ordinario"*
[29] *"Bertarini, Carlos Pedro c/ Difusora Marplatense S.A. s/ordinario"*
[30] Cfr:
Di Chiazza, Iván G, *"Honorarios de directores. Límites legales. Nota al fallo "Bertarini, Carlos c/ Difusora Marplatense S.A."*, Buenos Aires, 2010.

Universidad de San Andrés

La tesis amplia interpreta el artículo 261 de la Ley N° 19.550 de una manera totalmente diferente a la restrictiva. La que aquí me toca tratar, no deja de lado los límites legales que dicha norma impone, sino que los concibe de otra forma y tiene en cuenta las diferentes situaciones que el tema presenta. Para entender lo antedicho, vale diferenciar las clases de directores que puede haber según las funciones que estos cumplen. Es decir, un director "de asiento"[31] que es aquel que forma parte del órgano administrador ocupándose del día a día de la sociedad y concurriendo a las reuniones de directorio, efectivamente debe asumir el riesgo empresario. Por ende, debe percibir una remuneración cuyo monto se encuentre dentro de los límites que el precepto concerniente impone y vinculada al resultado social. Distinto es el caso de los directores que cumplen funciones técnico-administrativas, cuya remuneración por dichas funciones se debe pagar según los valores de mercado. Esto último lo desarrollaré procedentemente en el presente apartado.

A su vez, cabe aludir al hecho de que para quienes adhieren a la tesis amplia, el cuarto párrafo al hacer mención a las funciones técnico-administrativas, se refiere tanto a las temporales como a las permanentes. Para fundamentar dicha conclusión, argumentan que el legislador al redactar la norma considero redundante incluir nuevamente el vocablo "permanente" que ya fue utilizado en el segundo párrafo. El hecho de referirse a las comisiones especiales, que de su nombre surge que son temporales, hace que sea reiterativo calificar a las funciones técnico-administrativas como permanentes repetidamente.[32]

No resulta correcto determinar que el legislador haya sido redundante por decir dos veces lo mismo en el mismo párrafo, pero con distintas palabras. Con ello me refiero a que en el último párrafo se hace mención a las comisiones especiales "o" funciones técnico-administrativas, y acorde a la Real Academia Española la letra "o" "denota diferencia, separación o alternativa entre dos o más personas, cosas o ideas"[33]. Es decir, que en el caso del cuarto párrafo al estar estos dos conceptos separados por la letra "o" se presenta una diferencia entre ambos, las comisiones especiales son esencialmente transitorias y las funciones técnico-administrativas son permanentes.[34]

---

[31]Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (105).
[32] Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (103).
[33] https://dle.rae.es/o
[34] Cfr:

Sumado a lo antedicho, la corriente amplia sostiene que no corresponde no remunerar a aquel que dedica su tiempo de manera tal a sus funciones que no le permiten contar con otro medio de vida. Consideran, por lo tanto, que el razonamiento utilizado en "Riviere de Pietranera, Lidia c/Riviere e Hijos S.A. s/sumario" no solo es ilógico, sino que atenta contra la justicia y la equidad. Es así en razón de que elige que se pueda remunerar excepcionalmente a los miembros del directorio que realizan sus labores de manera aislada. Deja desamparados en este aspecto a los que, en cambio, dedican su tiempo a la sociedad exclusivamente.[35]

La postura tratada en el presente apartado está en contra de trasladar el riesgo empresario al director, como sí pretende hacerlo la restrictiva. Esto es, siempre y cuando haya desempeñado funciones técnico-administrativas. Considera que lo antedicho es propio del accionista cuyo derecho es de alguna manera expectante, en cuanto que se efectivizará siempre y cuando existan utilidades para repartir al final del ejercicio social. Además, que se decida en asamblea distribuir dichas utilidades como dividendos. Mientras que el director que realiza tareas comprendidas en el cuarto párrafo del artículo 261 de la Ley N° 19.550, es alguien que presta un servicio a la sociedad cuya retribución no debe estar atada el hecho de que la empresa arroje ganancias. Tampoco al hecho de que se paguen o no dividendos. Dicho lo anterior, surge que para la doctrina amplia los conceptos de "ganancias reducidas" o "inexistentes" no deben ser considerados de acuerdo con el riesgo empresario. Por el contrario, entienden que deben analizarse teniendo en cuenta los valores de mercado. Esto es, que las utilidades serán reducidas siempre y cuando no sean suficientes para remunerar a los administradores por las tareas que estos hayan llevado a cabo. Ello, de acuerdo con los valores que se manejan en el mercado de los servicios en cuestión. De esta manera queda marcada la diferencia de los directores en cuestión respecto de los accionistas. Los primeros tienen derecho a percibir una retribución justa en razón del trabajo efectuado, sin tener en cuenta el éxito o fracaso de la empresa en sus emprendimientos comerciales. El hecho de que no se arrojen ganancias no priva a los administradores que realizan funciones técnico-administrativas del derecho de cobro que gozan como consecuencia de sus tareas. En todo caso será un gasto adicional que tendrá la sociedad a finales del ejercicio social,

---

Matta y Trejo, Guillermo, *"Repensando el art. 261 de la ley Nro. 19.550 a la luz de la anónima actual y la jerarquía de normas"*, Rosario, 2001, (400).

[35] Cfr:
Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio"*, Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (103).

lo cual resultará en menos utilidades o mayores pérdidas. Incluso es visto como inconstitucional subordinar su remuneración al riesgo empresario por violar el artículo 14 bis de nuestra norma suprema que comprende, entre otros, el derecho a una "retribución justa"[36]. Los directores que llevan a cabo funciones técnico-administrativas no deben ser a quienes se adjudica el riesgo empresario. En este sentido, su situación es análoga a la de los acreedores sociales que por regla tampoco asumen dicho riesgo.

En la misma línea, la Comisión Nacional de Valores considera retribución adecuada, a los efectos de la aplicación del artículo 261 de la Ley N° 19.550, a *"aquella que tiene en cuenta las responsabilidades de los directores, el tiempo dedicado a sus funciones, su competencia y reputación profesional y el valor de sus servicios en el mercado."*[37]

Por lo tanto, el valor de mercado respecto de los servicios técnico-administrativos que prestan los miembros del directorio en sociedades anónimas es un aspecto fundamental para tener en cuenta a la hora de determinar la remuneración que deben percibir. Si al realizar el cálculo correspondiente de acuerdo a las ganancias de la empresa y los porcentajes legales que surgen del artículo 261, resulta que el monto es inadecuado en razón de lo que indican los valores de mercado, las ganancias serán reducidas. Por ende, se cumplirá el requisito de ganancias reducidas o inexistentes del cual habla dicha norma para superar los límites que esta establece, para remunerar a los directores que realicen funciones técnico-administrativas.

Otro aspecto importante que surge de la norma de la Comisión Nacional de Valores previamente citada es el del tiempo dedicado a sus funciones. Ello refuerza la idea de que las funciones técnico-administrativas de carácter permanente deben ser tenidas en cuenta a la hora de interpretar el párrafo cuarto del artículo 261 de la Ley N° 19.550. No sería justo que dicho apartado comprenda únicamente a las de carácter temporal, siendo que aquellos administradores con tareas permanentes hacen de su profesión su medio de vida y dedican su tiempo a la sociedad en forma exclusiva.

La doctrina amplia también concibe la posibilidad de que los socios mayoritarios de una sociedad anónima ejerzan conductas abusivas en virtud de su predominio accionario. Digo esto en tanto que tal y como mencioné anteriormente en el presente trabajo, es algo que la corriente restrictiva busca evitar mediante su forma de interpretar

[36] Constitución Nacional
[37] Comisión Nacional de Valores

el artículo 261 de la Ley N° 19.550. De todos modos, los juristas que adhieren a la tesis analizada en este apartado señalan que restringir el uso del cuarto párrafo en la medida que el pensamiento estricto lo hace no es la solución a dicho problema. Hacerlo de manera tan extrema conduce a que se llegue al punto de dejar sin efecto una excepción, lo cual deviene en que el remedio es peor que lo que pretende resolver. En el caso de las retribuciones de los administradores de las sociedades anónimas, la solución a los abusos de accionistas mayoritarios reside en demostrar que la remuneración no se condice con las tareas realizadas. Ello, teniendo en cuenta los valores de mercado, las capacidades de los directores que se comparen y la magnitud de la empresa en la cual se presta el servicio.

En el año 1981 en un caso caratulado "Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert, S.A. y otros" se aplicó la doctrina amplia para interpretar el artículo 261 de la Ley N° 19.550 y resolver una controversia relacionada al tema de la remuneración del directorio. La Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial optó por soslayar el riesgo empresario a la hora de tratar el tema, y en cambio se apoyó en la idea de valores de mercado. Ello, para determinar si una retribución era o no adecuada. Sostuvo que cabía aplicar la superación de los límites impuestos legalmente en los párrafos segundo y tercero de la norma en cuestión. Lo antedicho, cuando al realizar el cálculo porcentual correspondiente con respecto a las ganancias arrojadas en el ejercicio se llegue a un valor para remunerar a los directores que sea inadecuado. Vale decir, en concordancia con lo que indican los valores de mercado correspondientes. Se sostuvo que en el supuesto de que lo antedicho ocurra, las ganancias serán reducidas y que, por ende, procederá la aplicación de la excepción prevista en el cuarto párrafo del artículo 261 de la Ley N° 19.550. En lo que a ello respecta la Cámara señalo que "la ganancia es reducida cuando no basta para la contratación de los directores (directores de la seriedad y eficiencia deseables) con la inversión de solo su 25%. Esto quiere decir, en términos de resultado, que la ganancia es reducida cuando no alcanza para pagar a los factores de tal rentabilidad con una fracción de ella misma. La frase se revela, a la postre, tautológica"[38]. De todos modos, cabe destacar que en el fallo se dejó sentado que el supuesto de ganancias reducidas o inexistentes no es una condición obligatoria para que sea procedente la excepción del último párrafo. Se consideró que es un hecho que sea de interés que dicha excepción se aplique. En cambio, se debe supeditar la superación de los límites legales exclusivamente a los valores de mercado de las funciones de los directores.

[38] *"Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert, S.A. y otros"*

El mismo criterio respecto de la interpretación del artículo 261 de la Ley N° 19.550 fue utilizado por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial también en el año 1981 en autos “Zubía Emeterio c/ Forjagro S.A.”. En dicha ocasión el tribunal ratificó el razonamiento utilizado en “Vaccari de Gilbert, Norma c/ Gilbert, S.A. y otros”. Lo anterior, al considerar que es el concepto de valores de mercado el que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar si corresponde o no superar los límites impuestos por el segundo y tercer párrafo de la norma bajo análisis. De esta manera las ganancias arrojadas en el ejercicio social son insuficientes o reducidas, cuando el resultado obtenido a través de la realización del cálculo correspondiente denota un monto inadecuado. Esto es, según lo que indica el mercado, respecto de la retribución que el director debe percibir en base a las funciones que fueron llevadas a cabo para la empresa. Además, en dicho fallo se destacó que el cuarto párrafo de la norma al referirse a las funciones técnico-administrativas comprende tanto a las de carácter transitorio o temporal como a las de carácter permanente. Convalidó lo dispuesto por la doctrina amplia. Ello, en virtud de que en el segundo párrafo al decir “por todo concepto” incluye a ambas clases de funciones técnico-administrativas, determinando un límite a todas las remuneraciones, entre ellas estas últimas. El cuarto párrafo, por su parte, prevé la posibilidad de superar dicho tope en caso de realizarse tanto comisiones especiales como funciones técnico-administrativas sin limitarse a las permanentes.

Universidad de
SanAndrés

C. Corolario resultante

Los dos apartados precedentes dejaron expuestas las principales corrientes existentes en torno a la interpretación del artículo 261 de la Ley N° 19.550. En primer lugar, la tesis restrictiva cuya comprensión de los preceptos recae esencialmente en su letra. Sus adherentes consideran que el derecho se limita a la exegesis de la norma. Es en base a esto último que limitan la remuneración del órgano administrador de las sociedades anónimas a los valores porcentuales que surgen de la regla que regula dicha cuestión. Al menos este es el principio general, ya que conciben la excepción del cuarto párrafo, pero como un instituto de utlima ratio. La tesis estricta se ve representada por la idea de colocar a los accionistas por sobre los directores y prevenir que suceda lo contrario. En segundo lugar, me he referido a la corriente amplia. Como su nombre lo indica, la misma toma en consideración otros aspectos sin limitarse únicamente a un patrón de interpretación del artículo 261 de la Ley N° 19.550. A diferencia de su contraparte, ella se ampara en elementos diferentes y tiene en cuenta circunstancias diversas. Realiza un entendimiento de la norma englobando su literalidad junto con otras

cuestiones como los principios generales del derecho, la justicia, la equidad, la intención del legislador y el principio de adecuación respecto de las funciones realizadas y la retribución a ser percibida.

La valoración que ambos senderos interpretativos realizan de los distintos conceptos del precepto eje del trabajo ha sido efectuada en los apartados correspondientes a cada uno. De todos modos, cabe destacar que el de carácter amplio se apoya en una idea que considero es de suma relevancia para remunerar a los administradores comprendidos en la clausula última del artículo 261 mencionado. Esto es, los que llevan a cabo funciones técnico-administrativas para la sociedad. La idea es la de los valores de mercado. Es en este punto en el cual creo que la tesis amplia acierta, y el punto de partida por el cual me inclino por pensar que la misma realiza una mejor interpretación que la tesis restrictiva. Es la primera de las razones por las cuales creo que al buscar un criterio uniforme respecto de la apreciación de la norma en cuestión la misma debiera, en mayor medida, coincidir con la corriente amplia. Las tareas comprendidas en el cuarto párrafo deben ser retribuidas según los valores del mercado y no se debe trasladar el riesgo empresario a los directores que las efectúan. Su situación es análoga a la de un acreedor social quien no asume dicho riesgo. Es así, ya que se trata de una labor para la cual normalmente se contrataría con un tercero ajeno a la empresa. Si lo antedicho sucediera su retribución se basaría en los valores de mercado. No veo porque esto debiera cambiar por tratarse de un director que cuente con la capacidad de realizar una función de esta índole. No es correcto lo dispuesto por la tesis restrictiva en lo que respecta a la traslación del riesgo empresario a dichos directores simplemente por el hecho de integrar el órgano administrador de la sociedad. Sumado a ello, pienso que la corriente de mi preferencia hace bien en tener en cuenta a las funciones técnico-administrativas permanentes al analizar la cláusula que regula la excepción. Lo antedicho, a diferencia de la tesis restrictiva que solamente reconoce a las de carácter transitorio. Es correcto que se remunere a aquel administrador que por el tiempo que dedica a la empresa no puede contar con otro medio de vida. Que se crea lo contrario es algo que me preocupa, ya que es injusto y contrario a la equidad. Asimismo, me inclino por pensar que en lo que hace a la evaluación del requisito de ganancias inexistentes o reducidas en cuanto a la superación de los techos legales, se debe tomar el concepto de valores de mercado y no el de riesgo empresario. Las utilidades son insuficientes cuando no alcance con el 25% de las mismas para remunerar las funciones técnico-administrativas realizadas por un director de la sociedad. Nuevamente, según los valores de mercado.

Universidad de San Andrés

Enfocándome en lo que hace a la interpretación de las normas, personalmente pienso que es inacabado un método que solamente se guie por lo dispuesto literalmente. Con esto último, mi intención no es plantear la idea de que los preceptos sean entendidos de manera excesivamente amplia. En el caso del artículo 261 de la Ley N° 19.550, si ello sucediera, el cuarto párrafo dejaría de ser una excepción y se encuadraría a cualquier función como una de tipo técnico-administrativa. Ello conduciría a que el precepto sea distorsionado lo cual es peligroso por la inseguridad jurídica que puede acarrear. Mi intención es que para interpretar normas se tomen en cuenta distintos elementos y no que los juristas que llevan a cabo dicha tarea se limiten a uno solo. Esto es, en línea con el artículo 2 del Código Civil y Comercial de la Nación que decreta que "La ley debe ser interpretada teniendo en cuenta sus palabras, sus finalidades, las leyes análogas, las disposiciones que surgen de los tratados sobre derechos humanos, los principios y los valores jurídicos, de modo coherente con todo el ordenamiento.".

VI: Propuesta de incorporación de excepciones a los límites impuestos por el artículo 261 de la Ley N° 19.550.

En la presente sección del trabajo me referiré a una situación en la cual considero que se debería repensar la aplicación del límite del 5% impuesto legalmente por la norma eje del trabajo. Me refiero al caso en que la asamblea de accionistas resuelve que no se distribuyan las utilidades arrojadas en un ejercicio social para la reducción del pago del impuesto a las ganancias. En pos de ello, me basaré no solamente en mi opinión, sino que además haré uso de doctrina autorizada. Me ocuparé también, de hacer referencia al nuevo marco legal, considerando que ha habido cambios que son de suma importancia a la hora de plantear mi propuesta.

Sumado a lo antedicho, me dedicaré a proponer una nueva forma a través de la cual se podría remunerar a los miembros del directorio en una sociedad anónima por las funciones inherentes al cargo. Esta es, la utilización de mecanismos de retribución por medio de "stock options" u opción de compra de acciones. Ello, como una forma de alinear el éxito en la gestión que llevan a cabo los administradores en una empresa con la remuneración de una manera diferente. Para realizar lo antedicho me voy a ocupar de explicar en que consiste el mecanismo mencionado para luego aplicarlo a los directores de una sociedad. A su vez, ver de que manera debiera jugar el artículo 261 de la Ley N° 19.550 y las limitaciones que impone con respecto a esta forma novedosa de retribuir.

A. Decisión de no distribuir dividendos para la reducción del pago del impuesto a las ganancias.

A continuación, me ocuparé de tratar el tema concerniente a la decisión de no distribuir dividendos al concluir un ejercicio social sin perjuicio de tener fondos líquidos y realizables. Representa un caso en el cual legalmente se prevé una reducción en la alícuota en lo que respecta al pago del impuesto a las ganancias. Lo trato ya que creo que en el supuesto de que lo antedicho suceda como consecuencia de una decisión asamblearia, debiera existir la posibilidad de soslayar el límite del 5% que impone el tercer párrafo del artículo 261 de la Ley N° 19.550 en cuanto a la remuneración del directorio.

A fines del año 2017, se sancionó la Ley N° 27.430. A través de la misma, el Congreso de la Nación determinó una reforma de la Ley de Impuesto a las Ganancias. La misma impulsó una serie de cambios en el área impositiva respectiva. Uno de ellos, concerniente al presente trabajo, es el que surge del artículo 43. Esta norma modifica el antiguo artículo 69 de la Ley de Impuesto a las Ganancias. Anterior a dicha reforma, el precepto determinaba una alícuota del 35% sobre las utilidades netas imponibles para las sociedades de capital, entre las que se encuentran las sociedades anónimas. Ello, respecto del pago del impuesto aludido. Con la mencionada enmienda, se impulsó que la alícuota se reduzca del 35% al 25%. De todos modos, cabe destacar que la reducción señalada no procede en el caso en que se paguen dividendos a los accionistas de la sociedad. Es decir, que si ello sucede la alícuota permanece en el monto del 35% respecto de las ganancias netas imponibles. Esto último se incorporó al artículo 69 por medio de la Ley N° 25.063.

En lo que respecta a la reducción de la alícuota proporcional de las ganancias empresariales referida en el párrafo anterior, es menester hacer alusión al hecho de que se trata de una reducción de carácter gradual. Es decir, que está prevista para que se lleve a cabo en etapas. Como dije previamente, la reforma fue sancionada en el año 2017. Sin embargo, el porcentaje del 25% rige, según lo dispuesto en ella, a partir del periodo fiscal del año 2020. En el intervalo, esto es, en los períodos que transcurrieron durante los años 2018 y 2019, la alícuota transitoria fue del 30%. Sumado a ello, corresponde aclarar que la Ley N° 27.430, también estableció en sus disposiciones un impuesto al dividendo. La obligación de pagarlo recae en aquellos accionistas que perciben los mismos en base al porcentaje accionario que ellos poseen en la sociedad respectiva. Según la norma, a la hora de cobrar los dividendos se les retiene a los

antedichos el monto del 13% sobre lo que les corresponde percibir. En el caso del impuesto al dividendo, se determinó una alícuota transitoria del 7% durante el intervalo anteriormente referido, es decir, durante los periodos fiscales de 2018 y 2019.

La situación impositiva que me he ocupado de explicar en el párrafo anterior se vio afectada por la llamada Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública o Ley N° 27.541. Ello, en tanto que dicha norma que fue sancionada en diciembre del año 2019 dispone, entre otras cosas, una suspensión en lo que respecta a la reducción al 25% de la alícuota del impuesto a las ganancias para las sociedades anónimas. La mencionada suspensión surge del artículo 48 de la ley en cuestión que dice: *"Suspéndase hasta los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1° de enero de 2021 inclusive… y establécese para el periodo de la suspensión ordenada en el presente artículo, que la alícuota prevista… será del treinta por ciento (30%) y que la prevista en el segundo párrafo del inciso b) de ese artículo… será del siete por ciento (7%)."* [39] De esta manera, el intervalo del cual hablé en los párrafos precedentes se extendió por medio de la norma citada, hasta los ejercicios que inicien a partir del 1° de enero de 2021 inclusive. Es decir, que la alícuota del 30% sobre las utilidades netas imponibles establecida para el cobro del impuesto a las ganancias a las sociedades anónimas rige durante cuatro periodos fiscales. Entonces, si bien se suspendió la implementación de la alícuota del 25%, es plausible hablar de una reducción de la misma. Esto es, en razón de que antes de la reforma del año 2017 esta era de un valor del 35% sobre las ganancias netas imponibles y en la actualidad la alícuota que rige en esta materia es del 30%.

Me he ocupado de hacer referencia al marco legal respecto de la reducción de la alícuota en el pago de impuesto a las ganancias para las sociedades anónimas. Vale decir que la reforma, y puntualmente el beneficio que trajo dicha reducción, tienden al desarrollo empresario sostenible en el largo plazo. Ello, en virtud de que el sistema impuesto a partir de la reforma se encarga de generar el fomento de la reinversión de ganancias arrojadas por una sociedad en sus ejercicios. Lo antedicho, en contraposición con la distribución de las mismas en concepto de dividendos a favor de los accionistas. Es así ya que, en caso de no resolverse la distribución de las utilidades en beneficio de los accionistas, se evita la retención del 7% que recae sobre ellos, procediendo únicamente el impuesto sobre la sociedad aplicándose la alícuota del 30% sobre las ganancias netas imponibles. De esta manera quienes se ven beneficiados por el cambio

[39] Ley N° 27.541

que la reforma trajo en materia impositiva son aquellos accionistas a los cuales parte de la doctrina les otorga el rótulo de accionistas empresarios. Estos últimos, según el Dr. Dino Jarach, "son aquellos que se encuentran interesados en el gobierno y mando de la sociedad, su principal objetivo es el desarrollo de la empresa y la obtención de utilidades en el mediano y largo plazo."[40] No sucede lo mismo con aquellos accionistas a quien el mismo jurista denomina accionistas inversores que, a diferencia de los antedichos, "son aquellos que invierten sus ahorros con el objetivo de obtener ganancias a través de la distribución de dividendos."[41] Si bien se trata de accionistas con intereses enfrentados, acorde a las definiciones que he brindado, es posible decir que ambos casos son beneficiados por el nuevo régimen. Es así en tanto que de resolverse no distribuir dividendos, la reducción de la alícuota aplicable para calcular el monto a pagar en concepto de impuesto a las ganancias alcanzará a todos los accionistas de la sociedad, y en todo caso se tratará de una decisión asamblearia mayoritaria.

En los párrafos anteriores me ocupé de hacer referencia a la situación legal en lo que respecta al tema de la reducción de la alícuota en el impuesto a las ganancias. También, he mencionado el asunto del impuesto al dividendo que recae en los accionistas cuando se resuelve en asamblea que haya una distribución de las utilidades en beneficio de estos. Brevemente, expuse la razón detrás de dichos cambios, esta es la de reinvertir las ganancias que se arrojen en las sociedades para así lograr un mayor desarrollo empresario y económico. Dicho esto, me compete relacionar el tema bajo análisis con la remuneración de los directores en las sociedades anónimas. Además, traer a colación la posibilidad de flexibilizar el límite del 5% impuesto legalmente por el artículo 261 de la Ley N° 19.550 en su tercer párrafo. Como vengo mencionando a lo largo del trabajo, dicha cláusula de la norma establece que el monto máximo que pueden percibir los miembros del directorio, en concepto de remuneración, es del 5% de las ganancias. Ello, siempre y cuando no se distribuyan dividendos. Dicho monto se incrementará proporcionalmente a la distribución, en caso de que la haya, hasta alcanzar el límite del 25% previsto para el caso en que se distribuya la totalidad de las utilidades.

Personalmente considero que debería pensarse una flexibilización del 5% que limita al directorio respecto de su remuneración. Esto es, en el supuesto que se resuelva

---

[40]Herlax, Ignacio, *"Reforma Tributaria: el nuevo tratamiento de los dividendos en Ganancias"*, El Cronista, Buenos Aires, 2018.
[41]Herlax, Ignacio, *"Reforma Tributaria: el nuevo tratamiento de los dividendos en Ganancias"*, El Cronista, Buenos Aires, 2018.

no distribuir dividendos con el fin de obtener, la sociedad, el beneficio impositivo que me he ocupado de exponer anteriormente en el apartado. Ello, en virtud de que cuando en una sociedad se decide no distribuir de dividendos a los accionistas para “ahorrar” parcialmente en el impuesto a las ganancias, el directorio se ve perjudicado por automáticamente proceder el límite máximo que surge del artículo 261 párrafo tercero. Por ende, si lo antedicho sucede, en mi opinión, se debería establecer un tope mayor. No me parece justo que dicho máximo se mantenga en el caso que aquí trato dado que supone un beneficio para los socios y un perjuicio para los directores. Claro está, que son los socios quienes dirigen la sociedad anónima, en este caso, a través de la asamblea de accionistas que es el órgano de gobierno y el encargado de adoptar las decisiones sociales. También es cierto que las determinaciones tomadas por dicho órgano son obligatorias para la sociedad y todos los accionistas, y que a su vez estas deben ser ejecutadas por el directorio. Ahora bien, teniendo en cuenta que mi intención es la de flexibilizar el tope legal que determina el párrafo tercero en el supuesto que vengo planteando, resulta menester destacar, asimismo, al órgano de administración y su trascendencia. El directorio como órgano de administración de la sociedad anónima es quien tiene a su cargo la gestión interna de los negocios sociales. Es un órgano esencial, en tanto que la sociedad anónima no podría subsistir sin él. Lo antedicho, en cuanto que resulta indispensable para que ella pueda actuar en el comercio. Los contratos, operaciones, gestiones y trámites de la sociedad requieren de una actividad interna previa, que es la llevada a cabo por parte del directorio. Entonces, de esto último surge una cuestión que considero sumamente importante a la hora de argumentar hacia una flexibilización del tope legal que impone el artículo 261 de la Ley N° 19.550 en su párrafo tercero. Esta es, el hecho de que son los miembros del directorio quienes tienen la función de administrar y conducir el día a día de las sociedades anónimas. Es decir, son justamente los administradores de las entidades quienes trabajan para que al final de los ejercicios sociales se arrojen ganancias como consecuencia de los negocios en los que involucran a la sociedad. Son ellos los que hacen posible que al celebrarse las reuniones asamblearias de accionistas existan utilidades para que dichos accionistas tomen decisiones respecto de las mismas. Dicho esto, es insoslayable hacer referencia al hecho de que con la nueva medida legal adoptada respecto de la reducción de la alícuota para las sociedades en relación con el impuesto a las ganancias, no distribuir dividendos se ha convertido en una decisión sumamente viable e incluso atractiva para los accionistas. Ello, perjudica a los directores por no permitir que perciban, en concepto de remuneración, más del 5% sobre las ganancias arrojadas al final del ejercicio social. Se beneficia a los socios y se desfavorece a los directores. Sin dudas es un tema que

presenta una controversia y un conflicto en lo que respecta a distintos órganos de las sociedades anónimas, y que merece, al menos, ser debatido.

Es normal a la hora de discutir normas, separar lo que se plantea de manera teórica de lo que sucede efectivamente en la práctica. Esto último, en virtud de que en muchos casos la teoría y la práctica son dos senderos diferentes. Existe la posibilidad de que una norma disponga algo que a priori aparenta ser deseable y aplicable a la realidad, pero que luego al ponerlo en práctica no sea respetado o al menos no haga que los miembros de una sociedad se rijan por ello.

Lo antedicho puede ocurrir por ser su aplicación imposible. También por existir la posibilidad de encontrar "atajos" dentro de la ley que permitan dejar de lado otros mandatos impuestos legalmente, por ejemplo. Hago esta breve referencia a la disyuntiva que muchas veces se presenta entre la teoría y la realidad con la finalidad de introducir un tema que me preocupa. Me preocupa debido a que considero que puede suceder si se sostiene el tope del 5% sobre las ganancias sociales impuesto legalmente por el párrafo tercero del artículo 261 de la Ley 19.550. Tope que es aplicable a las remuneraciones de los directores de una sociedad anónima, cuando no se distribuyan dividendos con el objetivo de que proceda el beneficio impositivo tratado en este apartado del trabajo. Como dije previamente, en muchos casos es posible encontrar vías dentro de la ley que permitan soslayar mandatos que imponen otros preceptos. Manipular, en alguna medida, una norma para disfrazar determinada conducta y teñirla de legalidad cuando en realidad no goza de ella. Esto, si bien puede resultar controvertido que sea planteado, me parece necesario hacerlo dado que puede ocurrir. En este caso consiste en pensar que puede suceder, o marcar una conducta que de hecho tal vez ocurra en el ámbito societario. A lo que me refiero con todo esto es a que en la práctica se busquen atajos. Esto es, mediante la utilización del concepto de funciones técnico-administrativas para obviar el techo del 5% impuesto a las remuneraciones de los directores de sociedades anónimas. Ello, cuando la asamblea de accionistas decida que no se distribuyan dividendos para "ahorrar" respecto del pago del impuesto a las ganancias, por proceder la nueva alícuota que se estableció por medio de la reforma. Mi temor en este caso es que existan directores que no lleven a cabo funciones de índole técnico-administrativo, y que en reunión asamblearia se plantee la posibilidad de exceder los límites legales amparándose en la realización de dichas tareas. Asimismo, que eventualmente se resuelva a favor de la superación de los topes. Entonces, sin que los directores hayan efectuado labores del tipo comprendido en el cuarto párrafo, se encuadran sus tareas como tales por no resultar

suficiente la remuneración que estos pudieran percibir en caso de regirse por el párrafo tercero. Es decir, en caso de aplicarse el tope del 5% sobre las ganancias de la sociedad en relación a la no distribución de dividendos. Ello, para que proceda la reducción de la alícuota respecto del pago del impuesto a las ganancias.

La conducta que me encuentro planteando es ilegal en tanto que se estaría disfrazando una función usual de administración de una sociedad. Vale decir, como si en realidad fuera de carácter técnico-administrativo. Hecho que de ocurrir y fuera posible de probar desde ya que sería punible. De todos modos, en el supuesto de que ello ocurra dicho comportamiento fraudulento requiere ser aprobado en asamblea por lo que implicaría tanto a los directores como a los socios. Por esta razón, considero que puede ser muy difícil que efectivamente se pruebe. Se presenta como una opción idónea para llevar a cabo una conducta condenable. Si mi preocupación se plasmara en la práctica, los límites legales perderían sentido y se terminaría, de alguna manera, desdibujando la norma. Esto último es algo no deseable teniendo en cuenta la importancia que reviste la ley para una sociedad. Aclaro nuevamente, que soy totalmente consciente de que ello no debe suceder y tal vez no suceda, pero creo que podría efectivamente ocurrir por la realidad en que vivimos, una realidad en la que constantemente se buscan atajos y formas de manipular la ley para obtener ventajas. Si en una compañía se resolviera no distribuir dividendos para obtener el beneficio impositivo del cual me he ocupado en el apartado en cuestión, procediendo el límite legal del 5%, en muchos casos insuficiente para retribuir al directorio, la conducta ilegitima que representé podría efectuarse de manera reiterada.

Considero injusto el hecho de que se decida no distribuir dividendos para “ahorrar” en el pago del impuesto a las ganancias, y que por ello no se pueda pagar a los directores un monto mayor al 5% sobre las ganancias arrojadas por una sociedad en determinado ejercicio. Denota un beneficio para los accionistas y un perjuicio para los directores. No solo esto último, sino que también podría incentivar a que tengan lugar conductas cuestionables como la que me ocupé de detallar en el párrafo precedente. Ante esto, en mi opinión es deseable que se haga algo al respecto, justamente para evitar cuestiones como las que mencioné. Tal vez la situación idílica sería que la norma contemple que si las utilidades no se distribuyen para que aplique la alícuota que prevé la reforma tributaria y su posterior suspensión, el tope del 5% no se aplique o que se disponga un techo mayor. Digo esto, ya que resulta una tarea muy difícil o incluso imposible probar que la decisión de los accionistas de no distribuir dividendos tenga como objetivo especifico el ahorro en materia tributaria. De todos modos, en virtud de

que se ha reducido la alícuota cuando no se distribuyan dividendos con el fin de que se reinviertan las utilidades arrojadas, es muy probable que hayan cada vez más casos de empresas en las cuales las asambleas decidan no repartir las ganancias entre sus accionistas. Por ello, considero que debería pensarse una flexibilización del 5% respectivo estableciéndose uno más alto. De esta manera se evitaría un perjuicio hacia los directores cuyas retribuciones probablemente se vean cada vez más limitadas.

Otra respuesta o solución posible a las controversias que he sugerido es que el artículo 261 de la Ley N° 19.550 no distinga entre distribuir dividendos y no hacerlo. Es decir, que no se contemplen topes porcentuales diferentes para el caso en que la asamblea de accionistas decida que se distribuyan dividendos y para el caso en que esto último no suceda, evitándose el problema que vengo planteando en este apartado. Ello, en virtud de que en el supuesto de no existir dos topes distintos, las remuneraciones de los directores no estarían sujetas a un límite menor para el caso en que no se distribuyan las utilidades entre los accionistas. Con la aplicación de la nueva alícuota del impuesto a las ganancias es muy probable que sea una cuestión que suceda con mayor frecuencia. La causa de la determinación de pautas máximas para pagar honorarios a los miembros del directorio reside en que por esa vía no se actúe en desmedro de los beneficios sociales de los socios. Debiendo salvaguardarse evitar que socios directores tengan ingresos a través de sus remuneraciones, omitiéndose el pago de dividendos. Ahora bien, no creo que sea estrictamente necesario que se dispongan dos topes diferentes para evitar la causa mencionada. Entiendo que el hecho de que se imponga un límite tan bajo, es decir del 5% cuando no se distribuyan dividendos, resulta gravemente perjudicial para los administradores. Esto se da cuando se promueve la reducción de la alícuota del impuesto a las ganancias implementada en la reforma impositiva y su procedente suspensión. La existencia de un sólo tope resultaría menos perjudicial para los directores y no perjudicaría sustancialmente a los accionistas. En igual sentido, pienso que la determinación de un límite único es una alternativa viable para equilibrar el artículo 261 de la Ley N° 19.550 con la nueva realidad impositiva que establece la reforma y su suspensión. Con ello me refiero al hecho de que el fin de las sociedades es el lucro de los accionistas a través de la distribución de dividendos.

La reducción de la alícuota del impuesto a las ganancias desincentiva la repartición de ganancias entre los socios al prever que dicha rebaja procede cuando no se distribuyen dividendos. Por lo tanto, ello resulta en una contradicción entre estas dos cuestiones. En los casos que la asamblea decida no distribuir dividendos perjudicará a los directores, pero será positivo para la sociedad que verá reducidas sus obligaciones

impositivas. Reitero entonces, que decretar un tope único, sin distinguir la distribución o no de dividendos, lograría el equilibrio descompensado por el nuevo marco impositivo.

B. Nuevas formas de remunerar al directorio como un incentivo para alinear el éxito en la gestión con la remuneración: "Stock options".

El mecanismo remuneratorio que trataré en el presente apartado es uno de carácter novedoso que fue surgiendo como tal a lo largo de los últimos años. Cabe destacar que las "stock options" son muy populares en los Estados Unidos. También, que han ido ganando estimación como forma de retribuir con la aparición de las llamadas "start ups". Estas son "negocios que están arrancando y son parte de una idea innovadora, asociadas en general al desarrollo tecnológico, por ejemplo, el diseño y desarrollo web."[42] Lo antedicho, en virtud de que es una forma de ofrecer un sustancial incentivo, sin menoscabar gravemente la liquidez de estos emprendimientos que comienzan su vida en sentido empresarial. Mediante este sistema es posible conseguir empleados capacitados para que la empresa pueda comenzar "con el pie derecho". Ello, sin necesariamente ofrecer sueldos que compitan con grandes emprendimientos ya consagrados, lo cual usualmente es imposible para uno de carácter emergente.

Las "stock options" son definibles como "una manera de remunerar a los empleados de una compañía y, en especial a los gerentes. Dicha forma de remuneración consiste en ofrecer la posibilidad de que los gerentes o empleados obtengan, con o sin coste, acciones de la empresa donde trabajan a un precio fijado con anterioridad y que normalmente es inferior al precio de mercado."[43] Entonces, lo que adquiere el empleado es una opción de compra sobre las acciones en cuestión cuyo monto suele ser menor al precio que rige en el mercado para dichas acciones. Se refieren a un derecho en cabeza del empleado de adquirir un determinado porcentaje de la sociedad. Lo antedicho, a un precio fijo. Consiste en un derecho que normalmente es complementario a las retribuciones corrientes como puede ser un sueldo estable. Aquella opción o derecho para ejercer la misma, tiene un plazo determinado, es decir que puede ser efectivizado durante un periodo de tiempo después del cual caducarán. Dicho plazo surge del contrato de opción que se celebre en cada caso específico. El

[42] https://noticias.universia.com.pa/actualidad/noticia/2015/03/10/1121188/startup-como-funciona-este-nuevo-modelo-negocio.html
[43] https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/stock-options

período de tiempo en el cual quien trabaja para la empresa puede hacer efectiva la opción es conocido como el "vesting period"[44].

Normalmente, las sociedades sacan planes de "stock options" cuando existe un aumento de capital y por ello se emiten nuevas acciones de la misma. Es entonces donde se aplicaría lo explicado. Se ofrece a quienes trabajan para determinada empresa una cantidad limitada de acciones a un precio fijo a un valor compañía inferior al valor de mercado vigente al tiempo de la dación de la opción y permanece en ese valor durante el tiempo dispuesto en el contrato de opción correspondiente. El "vesting period" suele ir de 3 a 5 años, aunque no siempre es así dado que el plazo se ve sujeto a la autonomía de la voluntad de las partes intervinientes. Cuando el período referido finaliza, quien tiene la opción de compra puede decidir hacerla efectiva, adjudicándose la cantidad de acciones que haya sido dispuesta al momento de crearse la opción, al precio que se haya establecido. De esta forma, el empleado titular del derecho elegirá o no materializarlo en base a la evolución que hayan tenido las acciones de la sociedad en lo que respecta a su cotización. Por lo tanto, si una vez que se cumple el plazo, finalizando el período de tiempo de vigencia de la opción, la tasación de las acciones se elevó, el empleado las comprará al importe inicial. La diferencia entre un precio y el otro representará una ganancia. Obviamente puede decidir venderlas por el monto actual superior y hacer liquida dicha utilidad, o puede mantener las acciones en su poder y permanecer como socio de la empresa. En contraposición con esto último, puede optar por no ejercer la opción de compra en caso de que valor de las acciones haya caído con respecto al precio fijado en el contrato del cual surge su derecho. Vale decir además, que es posible que se decrete que la facultad de ejercer la opción de compra se encuentre supeditada al cumplimiento de algún objetivo que se disponga. También, existe la alternativa de que los beneficiarios puedan efectivizar la opción en cada uno de los años futuros señalados en el plan.[45]

Cada otorgamiento de "stock options" puede presentar diferentes características en razón de que su nacimiento surge de un contrato celebrado entre la empresa emisora y el empleado destinatario de la opción. Mucho dependerá de la voluntad de las partes que intervienen en el mismo. De todos modos, en muchos casos coinciden respecto de algunas cuestiones que son importantes determinar. Por ejemplo, usualmente no son

---

[44]Córdoba Bueno, Miguel, *"Stock options, planes de"*, Expansión, Barcelona.

[45] Cfr:
https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/planes-de-stock-options

transferibles por los empleados titulares y solamente pueden ser ejercidas por ellos. Esto tiene sentido, teniendo en cuenta que el objetivo detrás de la utilización del mecanismo como remuneración es el de incentivar a estos para que por medio de un mejor rendimiento en sus tareas la cotización de las acciones de la compañía aumente. Otra cuestión importante a la hora de emitir las opciones es la de definir que efectos tiene el cese de la relación laboral sobre ellas. En tercer lugar, cabe hacer alusión a un aspecto de suma relevancia que debe ser considerado en cuanto a las opciones sobre acciones. Este es, el de la presencia de restricciones impuestas por la sociedad emisora sobre lo que puede o no hacer el empleado destinatario una vez que haya hecho uso de la facultad de ejercer la opción. En este sentido, podría establecerse que el empleado cuente con la libertad de disponer de las acciones como el lo desee, o que solamente pueda venderlas a la empresa emisora. Contrariamente, podría prohibirse la venta de las mismas. Tal vez una mejor alternativa, es la idea de que una vez ejercida la opción el empleado las mantenga en su propiedad por un tiempo determinado y que una vez transcurrido el mismo disponga con libertad de las acciones. Lo cierto es que cuestiones como las que señalé precedentemente en el presente párrafo deben ser tratadas en los términos y condiciones de la emisión de las opciones y de los derechos que ellas concedan.[46]

El sistema de opción de compra de acciones tiene como finalidad que los tenedores a los cuales se les otorga la opción aporten en lo que respecta a una mejora de los resultados de la compañía. Cuando incrementa la cotización de la sociedad, la tasación de sus acciones se valuará de forma paralela lo que les permitirá beneficiarse en conjunto con la empresa. Es decir, lo que sucede es que se alinean el éxito en la gestión con la remuneración de una manera diferente a lo que sucede con las modalidades remuneratorias más corrientes. En este caso, el interés del empleado va a la par con el interés de la empresa en tanto que un buen desempeño por parte del primero implicará mejores resultados para la compañía y, por ende, la retribución del trabajador se maximizará. En la misma línea, aunque este implícito en lo último que señalé, cabe hacer referencia a que mediante esta clase de incentivo se enfilan los intereses de los accionistas con los de los empleados y gerentes alcanzados por las "stock options" que se dispongan. Ello, en virtud de que cuanto más incremente el precio de la acción más ganaran ambas partes.[47]

---

[46] Cfr:
Araya, Tomás M, *"Las Stock Options en las Sociedades Abiertas: Beneficios y Preocupaciones"*, Rosario, 2001, (60).
[47] Cfr:

Cuando las opciones sobre acciones se utilizan para remunerar a directivos de la empresa societaria lo que sucede, además, es que se reduce el problema de agencia entre estos y los accionistas. Esto es, por medio de la alineación de los intereses de ambos en un mismo objetivo: el aumento en el valor de cotización de las acciones de la sociedad. Las relaciones de agencia se presentan cuando las funciones que lleva a cabo una persona generan beneficios para un tercero. Usualmente, en estos casos existen enfrentamientos de algún tipo, denominados problemas de agencia. Ello, se ve plasmado en las sociedades abiertas en donde los accionistas son los titulares o principales y los directores son los agentes que se encargan de la administración de la compañía. En estos casos, hay una diferencia en lo que respecta a los intereses de ambas partes. Lo antedicho en cuanto que los fines principales del socio son lograr un aumento en el valor de sus acciones y, eventualmente, lucrar a través de la distribución de dividendos. Los miembros del directorio, en muchas ocasiones, quieren llevar a cabo sus tareas con el menor esfuerzo posible y obtener ventajas que brinda el cargo incluso cuando dichas ventajas no generen un aumento de valor en las acciones. Por lo tanto, por medio de las "stock options", es posible combatir la problemática antedicha y, también, disminuir los costos de agencia comunes a este tipo de vínculo, que son aquellos que se pagan para vigilar comportamientos inadecuados entre el principal y un agente.[48]

La forma de remunerar planteada en la presente sección del trabajo, se presenta como una alternativa a los mecanismos más comunes, que puede actuar como un plan rentable de compensaciones para empleados. Permite que estos últimos cuenten con la posibilidad de percibir cantidades de dinero importantes. Ello, si el precio de las acciones objeto de la opción de compra de la que son titulares sufre fuertes revalorizaciones en el mercado. A su vez, es un sistema que se vincula con objetivos e ideas de mediano y largo plazo, generando no solo un incentivo en el empleado, sino que también contribuye a la fidelización del mismo. En muchos casos, el derecho que se posee respecto de la opción de compra no se acota a un solo ejercicio. En cambio, se establece un plan a través del cual los beneficiarios del mecanismo reciben "stock options" reiteradamente en la medida que la compañía vaya superando distintos objetivos. Entonces, por medio de este sistema se eleva la cotización de las acciones lo

---

https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/stock-options

[48]Cfr:
Araya, Tomás M, *"Las Stock Options en las Sociedades Abiertas: Beneficios y Preocupaciones"*, Rosario, 2001, (58).

Universidad de San Andrés

cual genera un aumento en el patrimonio de los accionistas y eventuales accionistas. Me refiero de esta última manera a aquellos que en el futuro decidan ejercer el derecho de opción de compra que nace con las "stock options". Además, desde el punto de vista de las empresas ayuda a la expansión de las mismas, permitiendo que estas ingresen a nuevos mercados y crezcan las cifras de ventas, por ejemplo. Es una manera de mejorar la calidad y la eficiencia. Es así, en tanto que importa una reducción en los costos e implica una mejora en lo que respecta a los servicios brindados.[49]

Las "stock options" como mecanismo remuneratorio no son algo novedoso a nivel mundial. De hecho, es un sistema que tiene muchos años de historia en las bolsas de valores. Si bien lo antedicho es cierto, también lo es que la utilización de las opciones de compra sobre acciones como método para incentivar a quienes prestan sus servicios a empresas es algo reciente. Se convirtió en algo más común entre las décadas del sesenta y setenta, ya que los emprendedores de Silicon Valley en el estado de California en los Estados Unidos empezaron a experimentar dicho instrumento. Esto fue tan exitoso que con el tiempo se fue esparciendo por todo el país norteamericano, para luego aterrizar en Europa.[50]

En Argentina, en cambio, las "stock options" como mecanismo de remuneración son algo mucho menos usual. En algunas áreas es un sistema que de a poco se emplea, pero cuando se trata de los directores de sociedades anónimas es sin dudas algo innovador que no suele usarse para retribuirlos. Es en razón de ello, que me refiero a las "stock options" como una nueva forma de remunerar al directorio en el titulo del presente apartado. Además, digo que revisten una manera de alinear el éxito en la gestión con la remuneración por el incentivo que conllevan para quienes prestan diferentes servicios a las distintas compañías. En este caso, para quienes forman parte del directorio en una sociedad anónima. Es algo novedoso teniendo en cuenta que, en la mayoría de los casos, a los administradores por la función de administrador en sí se los retribuye con dinero o resultado a ganancia. Esto es algo que surge en reiteradas oportunidades en el trabajo y que considero he dejado en claro. Asimismo, en algunos casos se los retribuye con dinero cuando realizan funciones técnico-administrativas, aunque en estos se remunera en base al valor de mercado de dichas tareas. Allí procede la posible superación de los límites impuestos por el artículo 261 de la Ley N° 19.550.

---

[49]Cfr:
https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/stock-options
[50] Cfr:
Córdoba Bueno, Miguel, *"Stock options, planes de"*, Expansión, Barcelona.

Ello, en el supuesto en que por la cotización del servicio sea necesario, teniendo en cuenta el resultado del ejercicio social en cuestión. De todos modos, en lo que respecta a las funciones técnico-administrativas es más común ver que se utilice el método de las “stock options” para pagarle a los directores que las realizan. No sucede lo mismo en cuanto a las tareas inherentes a la función de director, área en el cual resulta sumamente novedoso.

Entonces, existen otras formas de remunerar al director de una sociedad anónima que hoy en día en nuestro país no son habituales. Una de ellas y la que a mi me interesa plantear en el trabajo es, justamente, el mecanismo de las “stock options”. Cabe reiterar, que cuando hablo de remunerar al director, me refiero con mayor énfasis a las funciones propias del director, es decir, no a las de carácter técnico-administrativo. Ello, en virtud de que en el caso de las últimas es más corriente ver que se remunere a los administradores que las realizan por medio del sistema de opción de compra de acciones. Un director que a su vez es gerente en una empresa muchas veces cobra a través de dicha vía. Es algo más normal que se conceda el derecho en cuestión a estos últimos, especialmente, en las compañías grandes o que se desempeñan en el área del internet o la tecnología. Por lo tanto, cuando hablo de esta forma de pagar por los servicios prestados en favor de la firma como una nueva, lo hago poniendo el foco en las funciones exclusivas de administrador y no en las técnico-administrativas. Esto es, para llevar a quienes ocupan el puesto de director en una sociedad al riesgo del negocio. Cuestión que, en algún punto, se vincula con la principal manera de retribución que se aplica en estos supuestos que es la de percibir un porcentaje de las eventuales ganancias que se arrojen. Están conceptualmente relacionadas, ya que en ninguno de los dos casos se garantiza una retribución a los directores. En el caso de las “stock options” si las acciones de la empresa no aumentan su cotización respecto del precio fijado previamente, no existirá un beneficio que se refleje en una remuneración para el administrador que goce del derecho de opción de compra. Claro está que siempre existe la posibilidad de que el mismo sea ejercido de todas formas por aspirar el titular de la opción a que su valor repunte en el futuro. De todos modos, no es algo que esté garantizado. Por otro lado, en el caso en que la remuneración sea en base a las utilidades tampoco se les garantiza a los directores el hecho de percibir una retribución por sus tareas. Siempre existe la probabilidad de que haya pérdidas, supuesto en el cual el director no cobrará. Este último es el riesgo empresario de supeditar la remuneración al resultado del ejercicio social.

Universidad de San Andrés

Mi idea, por lo tanto, es proponer una manera distinta de remunerar al directorio a través de las “stock options”, teniendo en cuenta su falta de uso en nuestro país en el área laboral que me concierne. A su vez, relacionar lo antedicho con el artículo 261 de la Ley N° 19.550. Esto último, teniendo en cuenta que en ella se imponen los límites porcentuales para establecer un monto máximo en lo que respecta a las retribuciones a cobrar por los directores por las funciones inherentes al cargo. Me refiero a plantear la manera en que considero que dichas imposiciones deberían “jugar” en caso de utilizarse la opción de compra sobre acciones para remunerar a los administradores. Esto es, evaluar si los límites de la norma deberían aplicarse en estos supuestos, y en caso de que la respuesta sea afirmativa, ver como debería ser dicha aplicación. Lo antedicho no es un tema menor, es importante determinar la manera en que algo innovador como lo son las “stock options” encuadran en la normativa vigente. Al menos efectuar una apreciación respecto de como debería ser con el fin de aportar teoría que luego pueda ser efectivizada y puesta en práctica.

Dicho lo contenido en el párrafo anterior, procedo a considerar algunas cuestiones necesarias para llevar a cabo un análisis respecto del mecanismo de las “stock options” y el artículo 261 de la Ley N° 19.550. En primer lugar, resulta imperante determinar el momento en que, efectivamente, existe una retribución al emplearse este sistema. Ello, con el objetivo de saber a partir de cuando se debe comenzar a tener en cuenta la norma en cuestión y su aplicación. A tal fin, es posible identificar tres momentos diferentes. Primeramente, el nacimiento de la opción por medio de la celebración del contrato que disponga dicha creación. En segundo lugar, según los términos de la opción, cuando la misma puede ser ejercida, aún en el supuesto de que el titular espere para hacerlo. Finalmente, el momento en que dicha opción se efectiviza por decidir el director que goce de ella hacer uso de la misma, convirtiéndose en titular de acciones de la sociedad. Entonces, la incógnita recae en definir como se merita la remuneración cuando se decide utilizar la vía de la opción de compra sobre acciones. En este caso, para los administradores de una sociedad anónima. Desde ya que los que planteo son momentos diferentes, y es importante determinar cual es relevante a la hora de meritar la retribución. Como señalé previamente, brindar una respuesta certera a tal incógnita es sustancial a los fines de considerar y aplicar la normativa respecto de la utilización del sistema remuneratorio bajo análisis.

El tercero de los momentos que planteé en el párrafo precedente claramente es relevante para meritar la remuneración. Es decir, el momento en el cual el titular de la opción ejecuta la misma. Digo esto, en virtud de que a través de dicha ejecución el

director destinatario de la “stock option” pasa a poseer un título que cuenta con un valor monetario, las acciones. Ello, sin tener en cuenta el beneficio económico que puede significar un posible aumento en la cotización de las mismas, en comparación con el precio que se haya fijado previamente al celebrarse el contrato que crea el derecho aludido.

Ahora bien, representa mayor complejidad determinar si el otorgamiento de la “stock opción” es plausible de ser considerado remuneración. Podría alegarse que antes de hacer efectivo el ejercicio del derecho, lo que se tiene es la posibilidad de decidir que hacer con el mismo, pero que aún no se ha percibido nada. Lo antedicho, por simplemente ser una oportunidad de recibir una compensación en el futuro, ya que se puede ejercer o no. En la misma línea, quien sostenga esto diría que el titular de la opción con su simple otorgamiento no se lleva dinero hasta no hacer uso de ella. Mejor dicho, que no existe un aumento en su patrimonio o beneficio económico y que solamente consiste en una expectativa. En la posibilidad de elegir dentro de un plazo determinado si efectivamente quiere ser accionista de la sociedad o no. La elección siempre puede ser no utilizar la opción, y en este supuesto, el director no recibirá nada que pueda ser considerado dentro del concepto de remuneración a los fines de aplicar el artículo 261 de la Ley N° 19.550.

En mi opinión el otorgamiento de las “stock options” debiera ser considerado retribución si, por los términos de la opción, la misma puede ser ejercida, aún cuando el titular espere para hacerlo. Es decir, cuando se esté en el segundo de los momentos que anteriormente mencioné en el apartado. Es importante señalar que para que ello suceda debe haber comenzado el plazo de ejecución, se debe estar en el “vesting period”. Previo a eso pienso que no es plausible hablar de remuneración. A su vez, me referí a los términos de la opción, en virtud de que los mismos pueden disponer restricciones que no permitan estar ante dicha situación. Al regular lo derechos y obligaciones de las “stock options” podría preverse la prohibición respecto de la disposición de las mismas. De todos modos, si ello no esta contemplado y efectivamente se puede negociar con las opciones, estas pasan a tener un valor patrimonial el cual es propiedad del director. En este caso, poseen un valor de mercado. Entonces, como dije al comenzar el párrafo, creo que el presente es un supuesto en el cual las “stock options” son computables como remuneración antes de su ejecución, a los fines de aplicar el artículo 261 de la Ley N° 19.550.

En línea con lo que argumenté en el párrafo precedente se resolvió el caso "Nassimoff, Andrés c/ Johnson & Johnson Medical S.A. s/despido". Si bien se trató de un empleado en relación de dependencia, el tribunal dispuso que la opción de compra sobre acciones que había sido otorgada al actor no debía ser tenida en cuenta a la hora de computar el valor de la indemnización a percibir por haber sido despedido. Fundamentó dicha decisión manifestando que la "stock option" en cuestión no formaba parte de su remuneración en razón de que la relación laboral concluyó antes del plazo para hacer uso de la opción. Por lo tanto, su derecho nunca fue ejercido y permaneció simplemente en expectativa. En igual sentido se falló en autos caratulado "Prieto, Eduardo Oscar c/ Monsanto Argentina S.A. s/diferencias de salarios". También se trató de un trabajador en relación de dependencia. El magistrado a cargo del caso sostuvo que si la desvinculación entre el actor y la demandada fue anterior al ejercicio del derecho de opción de compra sobre las acciones de la sociedad, dicho derecho no se efectivizó. Por ello, consideró que quedó en una simple expectativa, y desestimó lo reclamado por el empleado demandante.[51]

Vale decir, que el mecanismo de las "stock options" se vincula estrechamente con el concepto de riesgo empresario. Esto es así en tanto que el director en nombre de quien se emita la opción de compra puede ganar mucho, pero también existe la posibilidad de que gane poco o incluso de que no gane nada en absoluto. Es decir, se gana o se pierde en función del valor de las acciones de la empresa. Entonces, cuando se opta por utilizar la opción sobre acciones como forma de remunerar a los directores, estos acompañan la cotización de la acción de la sociedad. La misma valdrá más y, por ende, el director la estará pagando más barata si a la compañía le va bien y su valor aumenta. Por el contrario, la remuneración no será fructífera si la empresa emisora de las opciones, de manera constante, genera perdida al final de los ejercicios sociales. Ello, en virtud de que si bien el precio prefijado en el contrato de opción es un precio bajo, el director se estaría convirtiendo en accionista de una sociedad con malos resultados desde el punto de vista económico. En este sentido, encuentro una diferenciación clara con respecto a ser director y que la remuneración consista en ir a ganancia. Mejor dicho, que la retribución dependa del hecho de que en cada ejercicio social se arrojen o no ganancias. Lo anterior lo manifiesto haciendo referencia al mecanismo que se emplea de forma habitual para pagarle a los directores por las tareas de administración de la sociedad. Esta es, la de percibir un porcentaje de las eventuales

[51]Cfr: https://www.iprofesional.com/notas/228852-Destacan-cuales-son-los-aspectos-laborales-y-previsionales-mas-relevantes-sobre-Stock-Options]%20.

ganancias, el cual varía según se decida distribuir dividendos o no. Son diferentes, ya que en el supuesto de las “stock options” la retribución se mide a través del valor de la empresa. No es lo mismo ser dueño del 2% de una compañía cuya cotización es alta, por ejemplo, que ser el dueño del 2% de una cuyo valor es bajo.

En base a la cuestión respecto del riesgo empresario que supone la implementación de las “stock options” es que considero que de utilizarse, los beneficios que pueda significar para los directores no deberían tener límites. Precedentemente manifesté que cuando se emplea este mecanismo con fines remuneratorios, el destinatario puede ganar, pero también puede perder por el riesgo que en sí conlleva. En razón de ello, creo que cuando el director gana no sería justo que quede limitado su beneficio por la aplicación del artículo 261 de la Ley N° 19.550. Para evitar perjudicar al director, la retribución que signifique la “stock option” debería considerarse una remuneración derivada de una función técnico-administrativa. Se le debería reconocer a esta forma innovadora de remunerar, por tareas inherentes al cargo de administrador, el hecho de no tener límite. Además, resulta insoslayable tener en cuenta que aquel director a quien se destine la opción, y que decida ejecutarla, es quien fue generándole a la sociedad el valor de las acciones. No es un ámbito en el cual sea posible identificar un abuso de accionistas mayoritarios para que a través de las “stock options” se les pague más a ellos por ser también directores. Tampoco a los directores que ellos mismos eligieron, llevando a cabo una suerte de distribución de dividendos encubierta. Para que la antedicha consecuencia no deseada tenga lugar, dichos accionistas mayoritarios deberían tener el “diario del lunes”, lo cual obviamente es imposible. Recordemos que la imposición legal de los límites de la citada norma tiene como fin preponderante evitar abusos de socios de la aludida envergadura. Ello, en protección de los accionistas minoritarios. Tiene como fin que estos últimos también puedan lucrar por medio de la distribución de dividendos, que es la razón de ser accionista de una empresa societaria. Entonces, cuando un director goza de la posibilidad de ser titular de “stock options” en una compañía, comienza a trabajar para que la cotización de las acciones aumente y salir beneficiado económicamente, no puede saber que va a ocurrir en el futuro. Aún más, es merito suyo siendo uno de los actores responsables de que la empresa adquiera un valor adicional.

Afirmando lo dispuesto en el párrafo precedente evito un problema central que surge con la aplicación del sistema de las “stock options” para remunerar a los directores de sociedades anónimas. Parte de la doctrina ha identificado una de las controversias centrales y principal riesgo de la utilización del mecanismo con fines remuneratorios

para los administradores. Hago referencia al hecho de que por este medio se busque evadir los máximos impuestos en el artículo 261 de la Ley N° 19.550. Ello, sumado a la difícil tarea, cuando de dicho mecanismo se trata, de determinar su valor al momento de la distribución. Entonces, decidir su precio con la finalidad de que no se supere el máximo que decreta dicha norma para la remuneración de los directores no es algo fácil. Tanto es así que juristas especialistas en derecho societario lo han señalado como un gran problema. De todos modos, si dichos techos no se aplicaran en los casos en que se utilicen las "stock options" se eliminaría el problema bajo análisis. No digo que esto sea un argumento necesario y suficiente en mi propuesta de eliminar los límites en el supuesto en cuestión, pero si es una razón más para considerarlo.

Otro gran problema que surge en torno a la utilización de las "stock options" como medio remuneratorio para los directores de sociedades anónimas, es el potencial efecto dilusivo de las mismas. Esto es, el menoscabo económico que pueden generar en los accionistas de la sociedad al momento de su implementación. Ello, en virtud de que al poner en práctica el mecanismo de opciones sobre acciones, existe una transmisión de bienes de los accionistas hacia los destinatarios de las opciones emitidas. Es así toda vez que las mismas hayan sido ejercidas. Lo antedicho sucede si se emiten nuevas acciones destinadas a los titulares de las opciones. También, si la misma sociedad adquiere sus acciones con la finalidad de repartirlas entre quienes hacen uso de la opción de compra sobre las mismas. Lo último se encuentra previsto en el artículo 68 de la Ley N° 17.811 que, además, establece una serie de requisitos. En este supuesto, la transferencia de bienes mencionada se ve reflejada en el precio inferior que pagaran los directores con respecto al precio que antes pagó la sociedad para adquirirlas. El hecho de que los accionistas cedan, en estos casos, encuentra su justificación en el posterior aumento en la cotización de las acciones. Aumento que acarrea el incentivo de intensificar esfuerzos generado por la posibilidad de ser socio de la compañía. Por lo tanto, ambas partes colaboran para incrementar el valor de las acciones. Los accionistas al adquirirlas y los directores al trabajar con mayor empeño. Ello, para que luego las utilidades sobrevinientes se distribuyan entre ambos. Cabe destacar, que la adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones puede ser llevada a cabo a través de la utilización de "ganancias realizadas y líquidas o con reservas libres o facultativas"[52], así lo dispone el artículo 68 anteriormente citado. A su vez, establece que la empresa puede tener hasta un 10% del capital social de sus propias acciones en cartera. La otra alternativa que señalé precedentemente es la de emitir nuevas acciones

[52] Ley N° 17.811.

cuando los destinatarios de las opciones hagan uso de ellas. Este caso necesariamente conlleva una reducción en el valor de cada acción ya que aumenta la base accionaria. El porcentaje que cada socio tenía al momento de la emisión se ve disminuido. Este último es el efecto dilusivo del cual hablé al comienzo del presente párrafo, y se ve representado por tres cuestiones. Además de la disminución en lo que respecta al porcentaje, los accionistas tendrán menor derecho a voto y recibirán menos dividendos cuando estos sean distribuidos en el futuro. Para evitar licuar a los accionistas la normativa prevé el derecho de suscripción preferente por medio del cual se les concede a estos la oportunidad de conservar sus porcentuales accionarios antes de que se emitan las nuevas acciones. Dicho derecho se encuentra regulado en la Ley N° 19.550 a partir del artículo 194 hasta el 197. De todos modos, es menester manifestar que si esta facultad es concedida a los socios antes de la referida emisión y ellos la utilizan, las "stock options" pierden sentido. En relación con la suscripción preferente es importante hacer alusión al hecho de que la misma puede ser suprimida conforme algunas reglas que deben ser tenidas en cuenta. Señalo esto en virtud de que anteriormente manifesté la posibilidad de no otorgar este derecho a los socios en el supuesto de que se decida emplear el mecanismo de las "stock options". Previo a mencionar las cuestiones que deben ser consideradas para soslayar el derecho bajo análisis, vale decir que para tratar el tema se remite a la Ley de Obligaciones Negociables (LON). Así lo dispone el artículo 67 de la Ley N° 17.811. Según el artículo 12 de la LON, la Asamblea Extraordinaria de accionistas puede tomar la decisión de eliminar el derecho de suscripción preferente. Ello, siempre y cuando al menos el 50% del capital suscripto con derecho a opción vote a favor de lo antedicho y, asimismo, no hayan votos en contra que representen más del 5% de dicho capital. En fin, se trata de un asunto controvertido debido a que eliminar este derecho del cual gozan los accionistas facilita el efecto dilusivo mencionado al comenzar el presente párrafo.[53]

Anteriormente manifesté que al utilizar el sistema de opciones sobre acciones existe el potencial riesgo de licuar a quienes detentan el carácter de accionista al momento de la ejecución de las mismas. Ello, siempre y cuando los socios no hagan uso del derecho de suscripción preferente lo cual despojaría de sentido a las "stock options". Entonces, la cuestión reside en encontrar una solución para mitigar el aludido riesgo dejando de lado el derecho de preferencia. El articulo 69 de la Ley N° 17.811, se ocupa de tratar el tema respectivo a las acciones destinadas al personal y decreta que

[53]Cfr:
Araya, Tomás M, *"Las Stock Options en las Sociedades Abiertas: Beneficios y Preocupaciones"*, Rosario, 2001, (67-71).

“la asamblea podrá destinar una parte de las nuevas acciones a emitir para ser entregada al personal en relación de dependencia…el total acumulativo de las acciones emitidas con esta finalidad no podrá superar el diez por ciento (10%) del capital social.”[54] Lo que dispone la citada norma respecto del máximo que es posible destinar del capital social para la emisión de dichas acciones considero es una buena alternativa en pos de prevenir el potencial riesgo dilusivo de las “stock options”. De todos modos, no contempla a los directores que no se encuentran en relación de dependencia. Comprende a los directores empleados, pero estos no son el eje del presente trabajo. Creo que una opción conveniente seria que efectivamente se los tenga en cuenta. Considerando que lo antedicho no sucede, surge la posibilidad de que se celebre un convenio de accionistas que estipule algo similar a lo que plantea el artículo 69 de la Ley N° 17.811. Dichos convenios son “contratos entre miembros de una sociedad, en él se pactan ciertas clausulas que rigen las relaciones entre los socios y la vida dentro de la sociedad así como también el proceder frente a terceros.”[55] Traigo a colación estos contratos como una alternativa para que quienes sean socios al momento de el otorgamiento de las opciones sobre acciones prevean algo similar a lo regulado en el artículo citado. Lo antedicho, respecto de aquellos directores que no se encuentran en relación de dependencia. Esto es, que mediante un convenio de accionistas se disponga que cuando se decida utilizar el mecanismo de las “stock options” para remunerar al directorio, solamente se pueda destinar hasta un determinado porcentaje del capital social. De esta manera, se evitaría la licuación en cuanto a la tenencia accionaria de los socios anteriores. A su vez, deberían contemplarse las consecuencias de violar dicho convenio. También, se podrían disponer los efectos de que se altere lo previsto en dicho documento. Por ejemplo, que los accionistas que dejaran constancia de su descontento respecto de la aludida alteración tengan derecho a vender sus acciones al triple del valor de mercado, o que se imponga una multa pecuniaria en concepto de indemnización.

Otra posibilidad que se me ocurre con la finalidad de proteger a los accionistas anteriores a la concesión de las “stock options”, es crear diferentes clases de acciones al momento de otorgar las opciones a los directores. Precedentemente manifesté el efecto dilusivo que puede generar el otorgamiento de opciones sobre acciones a directores de una compañía. Entre otras, se ve representado por una disminución del derecho a voto en cabeza de los accionistas. Por lo tanto, una herramienta para combatir dicha disminución podría ser que al momento de conceder las opciones se creen clases

[54]Ley N° 17.811.
[55]Otalvares, Juan José, *“El convenio de accionistas: Un instrumento tan utilizado como desconocido”,* Barrero & Larroudé, Buenos Aires, 2019.

Universidad de San Andrés

de acciones que carezcan de dicho derecho de carácter político y que, en cambio, tengan un privilegio económico. Entonces se les proveería, a los directores, acciones que no cuentan con derecho a voto, pero que los sitúa en una posición ventajosa para cobrar dividendos, por ejemplo. Lo antedicho permitiría que los socios que existían al momento de la creación de las "stock options" permanezcan en una mejor situación desde el punto de vista político. De esta manera, es posible arraigar, en alguna medida, ese potencial riesgo de licuar a los socios que conlleva el hecho de entregar opciones sobre acciones a los administradores de la sociedad.

VII: Hacia un criterio uniforme en torno al tratamiento de la remuneración del directorio.

El título del trabajo indica que el objetivo principal del mismo es el de plantear una flexibilización de los límites impuestos por el artículo 261 de la Ley N° 19.550, que normativiza lo concerniente a la remuneración del directorio en las sociedades anónimas en Argentina. Otra cuestión de suma importancia es que el mismo contribuya en la búsqueda de un criterio uniforme en torno a la interpretación de dicha norma. Ello, teniendo en cuenta la división que existe en el derecho con relación a este tema. Para lograr lo antedicho, he desglosado las distintas clausulas comprendidas en el precepto. También, he analizado cada una de ellas de manera técnica desarrollando los conceptos que ellas comprenden. Asimismo, he planteado las corrientes que gozan de mayor trascendencia en cuanto a la interpretación del referido artículo 261: la tesis restrictiva y la tesis amplia.

En pos de que mi trabajo conduzca hacia un criterio uniforme a la hora de entender la norma eje de éste, creo necesario manifestar que dicha valoración debiera coincidir, en mayor medida, con la tesis amplia. Esto es, en virtud de que la misma toma en consideración cuestiones insoslayables que son dejadas de lado por la tesis restrictiva. Como punto de partida, creo que es incompleta una interpretación que solamente se rija por lo que la ley disponga exegéticamente. En la misma línea, considero que toda valoración de una norma debe tener en cuenta la intención del legislador, los principios generales del derecho, la justicia, la equidad, entre otros. Reconozco que la finalidad de la tesis estricta de prevenir abusos por parte de los accionistas mayoritarios es un fin correcto. Ahora bien, no creo que restringir el derecho de los directores de percibir una retribución adecuada sea el camino. Para ello existen otras alternativas ofrecidas por el derecho en cabeza de quien sufra un abuso semejante. En todo caso, aquel socio que alegue haber sido dañado deberá probarlo

en sede judicial para obtener una sentencia favorable y que el juez de la causa tome las medidas correspondientes. Tampoco es deseable que por medio de una interpretación excesivamente amplia y permisiva se le quite el carácter de excepcional a la regla del cuarto párrafo del artículo 261, y se encuadre cualquier tarea como técnico-administrativa. Ello haría que se desdibuje la norma y sus límites, lo cual representa un peligro grave. Lo que propongo es que los topes legales se puedan superar siempre y cuando se lleven a cabo funciones técnico-administrativas y comisiones especiales. Sean las primeras permanentes o transitorias, ya que adhiero a la argumentación brindada por aquellos juristas que defienden la tesis amplia al manifestar que ambas están comprendidas en la excepción. Fundamentalmente, creo que las permanentes también se encuentran incluidas debido a que corresponde remunerar a aquel que por el tiempo que dedica a una empresa no puede contar con otro medio de vida. Sostener lo contrario y dejar desamparado a quien se dedica de manera exclusiva a la sociedad va en contra de la justicia y la equidad. Asimismo, me parece que al evaluar el requisito de ganancias inexistentes o reducidas para considerar si cabe superar los topes legales del artículo 261 no se debe tener en cuenta el riesgo empresario. Si los valores de mercado. Ello, con el fin de que se respete el artículo 14 de la Constitución Nacional que contempla el derecho de percibir una retribución justa. El director que realiza funciones de índole técnico-administrativo para una sociedad no tiene razones para quedar vinculado al destino de la empresa. Lo antedicho es una cualidad inherente a los accionistas y, en todo caso, a los directores que llevan a cabo tareas de administrador per se. Los otros, en cambio, deben ser remunerados de acuerdo con el valor de sus tareas en el mercado, y las ganancias deben ser consideradas insuficientes en el supuesto de que no alcance con el 25% de las mismas para retribuir dichas tareas. La relación con la sociedad de los directores comprendidos en el cuarto párrafo de la norma es asimilable a la de un acreedor social quien no asume el riesgo empresario.

Al analizar el artículo 261 de la Ley N° 19.550, expliqué la manera en la que éste limita la remuneración del directorio en las sociedades anónimas. Esto es, estableciendo un tope del 25% sobre las ganancias en el supuesto de que se distribuyan la totalidad de las mismas en concepto de dividendos a los accionistas. A su vez, prevé que dicho tope se reducirá a un 5% en caso de que no se distribuyan a los socios las utilidades arrojadas, y que éste aumentará proporcionalmente a la distribución hasta alcanzar el límite máximo del 25% antes mencionado. La imposición legal de los techos en cuestión se encuentra enraizada en evitar abusos por parte de accionistas mayoritarios en desmedro de los de carácter minoritario. En impedir que por medio de los honorarios del directorio se destine la mayoría de las ganancias a dicho órgano. De esta manera, lo

que ocurre es que aquellos socios que son dueños de porcentajes pequeños de la empresa, eventualmente, no van a percibir dividendos o al menos no la cantidad que pretenden. Ello, por ser titulares de un derecho de voto reducido que, a su vez, deviene en la acotada posibilidad de seleccionar a los miembros del sector administrador de la sociedad. Por lo tanto, la existencia de límites respecto de la remuneración del directorio previene que los socios mayoritarios dispongan, en asamblea, que se remunere de manera excesiva a los administradores que ellos seleccionaron. Vale decir que en muchos casos son los mismos socios, ya que es factible ser accionista y director simultáneamente. Que la norma decrete topes, en mi opinión, es algo conveniente en cuanto considero que es una vía idónea para no permitir que este tipo de abusos ocurra en el ámbito societario. Resguarda el interés de aquellos accionistas que no integran el grupo de control y el interés social en general. Por este medio, se logra un equilibrio entre el derecho de los directores de que se los retribuya justamente en virtud de sus tareas, y el derecho de los accionistas de percibir dividendos. Al fin y al cabo, el lucro de los socios representa la causa social, es decir, la razón por la cual se constituye una sociedad anónima.

Ahora bien, lo que manifesté en el párrafo anterior respecto de la finalidad de la aplicación de máximos en torno a la remuneración del directorio es cierto y estoy convencido de ello. De todos modos, considero que debería pensarse una flexibilización de los límites del artículo 261 de la Ley N° 19.550. Ello, en casos puntuales como el de la utilización del mecanismo de las “stock options” para retribuir al órgano administrador por su función de gestión interna de los negocios sociales, inherente al mismo. No creo que sea justo que, en el supuesto en cuestión, los topes sean aplicados. Lo antedicho, en virtud de que es un sistema a través del cual el director titular de la opción de compra sobre las acciones carga con el riesgo empresario. Riesgo que se diferencia del que se corre normalmente por el directorio cuando se lo remunera en base a las ganancias del ejercicio social. Es así en razón de que en el caso de las “stock options” la eventual remuneración se mide por medio del valor de las acciones de la empresa. El administrador que acepta el empleo de este mecanismo para que se lo retribuya con una potencial participación en la compañía puede ganar y percibir una retribución que represente un beneficio económico alto, pero también puede perder o no ganar absolutamente nada. Esto es, por el riesgo y la falta de certeza de las “stock options” respecto de la potencial ganancia. Ambos son aspectos que conducen al hecho de que el director invierta un gran esfuerzo en su trabajo para que luego su fruto sea mayor. Es por ello que considero injusto que cuando lo antedicho suceda se limite el lucro por medio de los topes impuesto en el artículo 261 de la Ley N° 19.550. Para argumentar

en favor de la no aplicación de dichos límites, también es menester señalar que no se trata de un escenario en el cual pueda darse lo que las aludidas limitaciones buscan prevenir. Me refiero al abuso ejercido por los socios mayoritarios, en término de remuneración de los directores, en desmedro de aquellos socios de carácter minoritario en una empresa. No pareciera ser factible que por medio de las “stock options” la mayoría pueda efectuar algún tipo de maniobra fraudulenta para distribuirse para sí las ganancias que se arrojen y privar a la minoría de percibir dinero en relación a sus tenencias accionarias o que éstos reciban menos del que recibirían de aplicarse los límites. Es decir, no creo que sea posible identificar un riesgo en lo que respecta a una potencial distribución de dividendos encubierta con la remuneración del órgano administrador como herramienta.

Dentro del marco de la flexibilización perseguida, me ocupé de plantear el caso de la no distribución de dividendos con el fin de que se reduzca la alícuota para el pago del impuesto a las ganancias para las sociedades anónimas. Está claro que resulta imposible determinar si la decisión asamblearia de que no se distribuyan dividendos a socios tiene como objetivo el ahorro en materia impositiva. Esto es, teniendo en cuenta el nuevo marco legal que me ocupé de detallar en la sección correspondiente del trabajo, en base al cual se reduce la alícuota del impuesto a las ganancias en el supuesto de que los accionistas no perciban dividendos. Entonces, teniendo en cuanta la imposibilidad manifestada considero que es necesario encontrar una solución idónea. Ello, en pos de encontrar un equilibrio entre el artículo 261 de la Ley N° 19.550 y la nueva realidad tributaria. De lo contrario, se estaría desamparando a los directores ya que la reducción planteada busca incentivar la reinversión de utilidades arrojadas en los ejercicios sociales. Esto es, en contraposición con que se lleven a cabo distribuciones de dividendos. Por lo tanto, va a ser cada vez más común que lo último no ocurra y que por ende, el límite que se aplique respecto de la remuneración del directorio sea el del 5%. Lo antedicho supone un beneficio para los accionistas que pagarán menos impuesto a las ganancias, pero un gran perjuicio para los administradores cuyas retribuciones se verán sujetas al máximo mencionado. No debe olvidarse que es el directorio el órgano que conduce el día a día de las empresas. Es el directorio el que trabaja para que las sociedades arrojen utilidades al finalizar los ejercicios y que la asamblea de accionistas pueda decidir el destino de las mismas. Todo ello, sumado al hecho de que aumenta la probabilidad de que se busquen “atajos” para obviar las imposiciones legales y se soslayen las mismas por medio de maniobras fraudulentas. Anteriormente hice referencia al ejemplo de disfrazar tareas del cargo de director en sí, haciéndolas pasar por funciones técnico-administrativas. La controversia existe y es

deseable encontrar una respuesta que ayude a resolverla. Dicho esto, creo que existen dos alternativas que a mi parecer son viables. La primera, consiste simplemente en elevar el tope del 5% previsto para el caso en que no se distribuyan dividendos. Vale decir, que simplemente se trata de un valor máximo por lo que siempre se puede remunerar por debajo del mismo, según las tareas realizadas por el director en cuestión. A su vez, le da la posibilidad al directorio de que su remuneración no se encuentre limitada a un porcentaje tan bajo, considerando la mayor frecuencia con la que ocurrirá que se reinviertan las utilidades. La segunda opción, a la cual ya he hecho referencia en el trabajo, es la de establecer un techo único, sin diferenciar si se distribuyen dividendos o no. No veo que el hecho de que dicha distinción tenga lugar ayude a prevenir abusos por parte de los accionistas mayoritarios que es la razón principal de la existencia de topes en torno a las retribuciones del directorio. Si, en cambio, perjudica al órgano administrador cuyas limitaciones se ven acotadas a un porcentaje bajo. Aún más si se tiene en cuenta la baja en la alícuota ya mencionada. Asimismo, debo decir que la medida que propongo no perjudicaría a los accionistas de ninguna manera y si representaría una adaptación lógica a las nuevas disposiciones legales en materia de impuestos.

BIBLIOGRAFÍA

I. Araya, Tomás M, *"Las Stock Options en las Sociedades Abiertas: Beneficios y Preocupaciones"*, Rosario, 2001, (https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/2111/CDS08030057.pdf?sequence=1&isAllowed=y consultada el 17 de mayo de 2020).

II. Comisión Nacional de Valores.

III. Córdoba Bueno, Miguel, *"Stock options, planes de"*, Expansión, Barcelona, (https://www.expansion.com/diccionario-economico/stock-options-planes-de.html consultada el 11 de mayo de 2020).

IV. Curá, José María, "Remuneración del administrador de sociedad anónima en el Derecho argentino y su reflejo en el Derecho Español.", Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, (http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/1402/Remuneracion_Cura.pdf?sequence=1 consultada el 20 de abril de 2020).

V. Di Chiazza, Iván G, *"Honorarios de directores. Límites legales. Nota al fallo "Bertarini, Carlos c/ Difusora Marplatense S.A."*, Buenos Aires, 2010, (http://www.saij.gob.ar/doctrina/dacf100042-di_chiazza-honorarios_directores_limites_legales.htm consultada el 8 de diciembre de 2019).

VI. Farina, Juan Pablo, "Honorarios de directores, síndicos y miembros del consejo de vigilancia: tratamiento tributario", Escuela de Graduados Facultado de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Córdoba, Córdoba, 2014, (https://rdu.unc.edu.ar/bitstream/handle/11086/2173/Farina%2C%20Juan%20Pablo.%20Honorarios%20de%20directores%2C%20s%C3%ADndicosd%20y%20miembros%20del%20consejo%20de%20vigilancia%20tratamiento%20tributario.pdf?sequence=1&isAllowed=y consultada el 20 de abril de 2020).

VII. Fossati, Bernardo, *"Remuneración del Directorio."*, Universidad Austral, Buenos Aires, 2011, (https://ar.ijeditores.com/articulos.php?idarticulo=42470&print=2 consultada el 14 de abril de 2020).

VIII. Frachia Sabarís, Federico, *"Análisis del art. 261 de la ley 19.550. Honorarios de directores y síndicos en la sociedad anónima."*, El Derecho, Buenos Aires, 2013, (http://www.todaviasomospocos.com/aportes/analisis-del-art-261-de-la-ley-19-550-honorarios-de-directores-y-sindicos-en-la-sociedad-anonima/ consultada el 2 de diciembre de 2019).

IX. Herlax, Ignacio, *"Reforma Tributaria: el nuevo tratamiento de los dividendos en Ganancias"*, El Cronista, Buenos Aires, 2018, (https://www.cronista.com/columnistas/Reforma-Tributaria-el-nuevo-tratamiento-de-los-dividendos-en-Ganancias-20180123-0092.html consultada el 20 de mayo de 2020).

X. Ley N° 17.811.

XI. Ley N° 19.550.

XII. Ley N° 27.541.

XIII. Matta y Trejo, Guillermo E, *"Repensando el art. 261 de la ley Nro. 19.550 a la luz de la anónima actual y la jerarquía de normas"*, Rosario, 2001,

(https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/1009/CDS08020395.pdf?sequence=1&isAllowed=y consultada el 23 de abril de 2020).

XIV. Otalvares, Juan José, *"El convenio de accionistas: Un instrumento tan utilizado como desconocido",* Barrero & Larroudé, Buenos Aires, 2019, (https://barrerolarroude.com.ar/el-convenio-de-accionistas-un-instrumento-tan-utilizado-como-desconocido/ consultada el 2 de junio de 2020).

XV. Perciavalle, Marcelo, *"Cuestiones controvertidas que surgen en torno de la remuneración del directorio",* Revista Jurídica-UCES, Buenos Aires, 2011, (http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/1418/Cuestiones_controvertidas_Perciavalle.pdf?sequence=1 consultada el 28 de noviembre de 2019).

XVI. Richard, Efraín Hugo, *"Sobre directores y directorio"*, Legis, Buenos Aires, 2014, (file:///Users/TomaS/Downloads/directoresydirectorio%20(2).pdf consultada 16 abril de 2020).

XVII. Rubín, Miguel Eduardo, "La remuneración de los directores de sociedades anónimas. Por qué estamos como estamos y propuestas para una indispensable reforma legislativa.", El Derecho, 2017, (http://www.todaviasomospocos.com/aportes/la-remuneracion-de-los-directores-de-sociedades-anonimas-por-que-estamos-como-estamos-y-propuestas-para-una-indispensable-reforma-legislativa/ consultada el 27 de marzo de 2020).

BIBLIOGRAFÍA WEB

I.http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/4452/Informe%20Final_Arecha.pdf?sequence=5 (consultada el 28 de marzo de 2020).

II.http://www.elderecho.com.ar/includes/pdf/diarios/2017/11/01112017.pdf (consultada el 8 de marzo de 2020).

III.https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/planes-de-stock-options (consultada el 13 de mayo de 2020).

IV.https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/stock-options (consultada 13 de mayo de 2020).

V.http://www.saij.gob.ar/sociedad-anonima-directorio-remuneracion-directorio-interpretacion-ley-sun0006542/123456789-0abc-defg2456-000nsoiramus (consultada el 22 de abril de 2020).

VI. https://noticias.universia.com.pa/actualidad/noticia/2015/03/10/1121188/startup-como-funciona-este-nuevo-modelo-negocio.html (consultada el 15 de mayo de 2020).

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés