XIII ENCONTRO INTERNACIONAL DO CONPEDI URUGUAI – MONTEVIDÉU

DIREITO EMPRESARIAL

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

FELIPE CHIARELLO DE SOUZA PINTO

VIRGINIA SUSANA BADO CARDOZO

Copyright © 2024 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU – São Paulo
Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte
Prof. Dr. Fernando Passos – UNIARA - São Paulo
Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia
Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal
Comunicação:
Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM – São Paulo
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará
Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI – Santa Catarina
Eventos:
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo
Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina
Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UNICAP – Pernambuco

D597
DIREITO EMPRESARIAL
[Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI
Coordenadores: Viviane Coêlho de Séllos Knoerr, Felipe Chiarello de Souza Pinto, Virginia Susana Bado Cardozo – Florianópolis: CONPEDI, 2024.
Inclui bibliografia
ISBN: 978-85-5505-964-3
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: ESTADO DE DERECHO, INVESTIGACIÓN JURÍDICA E INNOVACIÓN
1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – 2. Direito. 3. Empresarial. XIII ENCONTRO INTERNACIONAL DO CONPEDI URUGUAI – MONTEVIDÉU (2: 2024 : Florianópolis, Brasil).
CDU: 34



Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

XIII ENCONTRO INTERNACIONAL DO CONPEDI URUGUAI – MONTEVIDÉU

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

Texto de Apresentação do Grupo de Trabalho:

DIREITO EMPRESARIAL I

É com grande satisfação que avaliamos os trabalhos selecionados para o GT DIREITO EMPRESARIAL I, a coordenação do GT foi composta pelos Professores Doutores Virginia Susana Bado Cardozo da Universidad De La República – UDELAR, Felipe Chiarello de Souza Pinto da Universidade Presbiteriana Mackenzie – MACK/SP e Viviane Coêlho de Séllos Knoerr do Centro Universitário Curitiba – UNICURITIBA, que subscrevemos esta apresentação.

O GT reuniu contribuições significativas que exploram diversos aspectos do atual contexto e abrangência do direito empresarial e concorrencial, refletindo a complexidade e a dinâmica do ambiente jurídico contemporâneo.

Os artigos aqui apresentados oferecem uma análise crítica e inovadora sobre temas que vão desde o consumo colaborativo até as cláusulas de não concorrência, passando por questões de arbitragem e recuperação judicial. A diversidade dos temas abordados demonstra a amplitude e a profundidade das pesquisas realizadas, tanto no Brasil quanto no Uruguai, contribuindo para o avanço do conhecimento e para a prática jurídica.

Ordem de Publicação dos artigos:

1. A EVOLUÇÃO DO CONSUMO: O CONTEXTO EMPRESARIAL SOCIAL E SOLIDÁRIO NO CONSUMO COLABORATIVO

o Este estudo analisa as novas formas de consumo colaborativo, destacando seu impacto no contexto empresarial social e solidário.

2. A INSUFICIÊNCIA DO DISREGARD PARA AVALIAR A RESPONSABILIDADE DO GRUPO DE EMPRESAS

o Uma discussão aprofundada sobre a aplicação do disregard e suas limitações na avaliação da responsabilidade entre empresas de um mesmo grupo.

3. ARBITRAGEM NOS CONTRATOS DE FRANQUIA COM VISTAS AO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

o Este trabalho explora a utilização da arbitragem em contratos de franquia, analisando sua compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro.

4. AS CLÁUSULAS DE NON-COMPETE SOB A PERSPECTIVA DO DIREITO DA CONCORRÊNCIA URUGUAIO

o Uma análise das cláusulas de non-compete e seu impacto sob a ótica do direito da concorrência no Uruguai.

5. AS RELAÇÕES DE TRABALHO CONTEMPORÂNEO: SÍNDROME DE BURNOUT AO KAROSHI NO BRASIL

o O artigo aborda as relações de trabalho modernas, destacando questões como a síndrome de burnout e o karoshi no contexto brasileiro.

6. CLAWBACK: UM DIAGNÓSTICO CONTEMPORÂNEO

o Uma investigação sobre a prática do clawback, oferecendo um diagnóstico contemporâneo sobre sua aplicação.

7. ENSAIO SOBRE O DEVER DE LEALDADE NA HIERARQUIA EMPRESARIAL: DIÁLOGO ENTRE O DIREITO DO TRABALHO E O DIREITO SOCIETÁRIO

o Este ensaio propõe um diálogo entre o dever de lealdade nas relações de trabalho e no direito societário.

8. ESTUDO DA ESTRUTURA FINANCEIRA DE EMPRESAS URUGUAIAS EM CRISE DE SOLVÊNCIA

o Uma análise das estruturas financeiras de empresas uruguaias em crise, com foco na viabilização de sua reorganização através do procedimento concursal.

9. RECUPERAÇÃO JUDICIAL: CUSTOS PROCESSUAIS E RENEGOCIAÇÕES CREDITÍCIAS QUE IMPACTAM NO SOERGUIMENTO DE CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA EMPRESARIAL

o O artigo examina os custos processuais e as renegociações creditícias no contexto da recuperação judicial.

10. SISTEMA MULTIPORTAS E APLICAÇÃO DOS MÉTODOS ADEQUADOS DE SOLUÇÃO DE DISPUTAS EM VARIADOS TIPOS DE CONFLITOS EMPRESARIAIS

o Uma avaliação do sistema multiportas e a aplicação de métodos adequados para a solução de disputas empresariais.

As apresentações contextualizaram os artigos e destacaram a importância de cada um dos temas para o avanço do direito empresarial, econômico, concorrencial e para a cidadania e uma sociedade sustentável, promovendo um debate enriquecedor entre os participantes, verificada a grande participação de pesquisadores de vários estados brasileiros e especialmente, dos nossos anfitriões uruguaios, com o envolvimento notável de professores, pós-graduandos e alunos de graduação, que compartilhando maneiras de enfrentar os problemas levantados, nos presenteiam com textos de recomendada leitura.

Agradecemos ao seleto grupo que conosco integrou o GT DIREITO EMPRESARIAL I, no CONPEDI internacional 2024, ocorrido na reconhecidamente respeitada e acolhedora UDELAR, em seus 175 anos.

Montevidéu, setembro de 2024.

Os coordenadores

ESTUDO DA ESTRUTURA FINANCEIRA DE EMPRESAS URUGUAIAS EM CRISE DE SOLVÊNCIA. ANÁLISE PARA VIABILIZAR SUA REORGANIZAÇÃO ATRAVÉS DO PROCEDIMENTO CONCURSAL REGULADO NA LEI 18.387.

FINANCIAL STRUCTURE OF URUGUAYAN COMPANIES IN SOLVENCY CRISIS. A LEGAL ANALYSIS TO ENABLE THEIR REORGANIZATION THROUGH THE INSOLVENCY PROCEDURE REGULATED BY LAW 18,387

Paulina Fodere
Ana Paula Puchert
Hector Demian Scaianschi Marquez

Resumo

Os resultados derivados da aplicação da Lei de Processo Concursal n.º 18.387 (doravante, "Ley Concursal") revelaram certas deficiências, uma delas é a utilização do concurso como ferramenta de reorganização empresarial. Pretendeu-se que a LPC funcionasse como um mecanismo de recuperação das empresas que atravessam crises financeiras e evitasse sua destruição através da liquidação por partes, mas não se alcançaram os resultados esperados. Em função disso, desenvolvemos um projeto de pesquisa, cujo objetivo é compreender qual é a estrutura de financiamento das empresas que entraram em processo concursal entre os anos 2018 e 2023 e relacioná-la com a eficácia das ferramentas de reorganização que buscam evitar sua liquidação. O projeto tem três linhas de pesquisa: a primeira linha busca evidências da existência de combinações de fontes de financiamento que gerem uma maior vulnerabilidade aos movimentos do mercado, bem como possíveis estruturas que incrementam a resiliência empresarial. A segunda linha de pesquisa centra-se na possível relação de causa-efeito entre a estrutura de capital e a saída da crise empresarial através do processo concursal. Como terceira linha de pesquisa, analisa-se a coerência na aplicação do conceito de infracapitalização do literal 2) do artigo 193 da Lei 18.387.

Palavras-chave: Estrutura de capital, Insolvência, Processo concursal, Endividamento, Subcapitalização

Abstract/Resumen/Résumé

Uruguayan Insolvency Act, Law 18.387, dated on October 23, 2008, has now been in effect for 15 years. Its approval represented a complete modernization of this area of law. Despite this, the experience has revealed deficiencies. One of the most significant issues is its failure as a tool for reorganization. The Insolvency Law was enacted with the aim of operating as a mechanism for the recovery of companies facing financial crises and to prevent the destruction of their value through piecemeal liquidation, but the expected results were not achieved. Based on this, we have developed a research project aimed at understanding the financing structure of companies that have entered an insolvency process between 2018 and 2023 and relating it to the effectiveness of reorganization tools that seek to avoid their

liquidation. The project has three lines of research: the first seeks evidence of the existence of combinations of financing sources that generate greater vulnerability to market movements, as well as possible structures that increase business resilience. The second focuses on the possible cause-effect relationship between capital structure and the exit from a business crisis through the insolvency process. As a third line of research, the coherence in the application of the concept of undercapitalization in paragraph 2) of article 193 of Law 18,387 is analyzed.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Capital structure, Insolvency, Insolvency process, Indebtedness, Undercapitalization

1. Introducción

Los resultados derivados de la aplicación de Ley de Proceso Concursal N.º 18.387 (en adelante, "**Ley Concursal**") han revelado ciertas deficiencias. Una de ellas ha sido el resultado frustrante que se ha obtenido con respecto a la utilización del concurso como herramienta de reorganización empresarial. En su génesis, se pretendió que la Ley Concursal cumpliera una importante función como mecanismo de recuperación de empresas en crisis a fin de evitar la destrucción de su valor como empresa en marcha (*"going value"*) mediante la liquidación por partes (Creimer, 2001: p. 94), consecuencia lógica de este mecanismo de resolución de las situaciones de insolvencia (Bebchuk, 1990: p. 150). La opinión extendida es que no se llegó a los resultados esperados (Martínez Blanco y Olivera, 2018: pp. 489 y ss.; Holz, 2018: p. 86; Ferrer, 2016: p. 89). En función de ello, hemos desarrollado un proyecto de investigación cuyo objeto es comprender cuál es la estructura de financiamiento de las empresas que han ingresado en un proceso concursal entre los años 2018 y 2023 y relacionarla con la eficacia de las herramientas de reorganización que buscan evitar su liquidación.

La estructura de capital de una empresa es un elemento clave a la hora de evaluar las causas de la crisis y la viabilidad de su recuperación. El concepto refiere a la combinación entre las distintas fuentes de financiamiento que se utilizan para llevar adelante la actividad comercial (Myers, 1977: p. 82). Para financiar sus activos las empresas combinan recursos propios y recursos de terceros (Welch, 2017: párr. 16.2; Ferran y Look, 2014: pp. 42 y ss.). En la teoría de las finanzas corporativas es tradicional la discusión en torno a la existencia de una estructura ideal de capital o, dicho de otro modo, la búsqueda de una combinación óptima entre las distintas fuentes de financiamiento (Ferran y Look, 2014: p. 54; Miller, 1989: pp. 6, 8). En general, se acepta que la respuesta depende de distintos factores, como las características del mercado, la presión tributaria o la conformación interna de cada empresa (Harris y Raviv, 1991: p. 342).

Modernamente, se reconoce que la función del Derecho concursal es identificar a las empresas viables a fin de conseguir que superen los problemas de solvencia conservándose su funcionamiento como unidad productiva (Pacchi, 2019: pp. 296 y 297; McCormack, 2016: p. 124; Baird, 2014: p. 58).

Partiendo de este marco teórico general, el proyecto desarrolla tres líneas de investigación: la primera busca evidencias de la existencia de combinaciones de fuentes de financiamiento que puedan generar una mayor vulnerabilidad a los movimientos del mercado, así como posibles estructuras que incrementan la resiliencia empresarial. Se analizará la evolución de la estructura de capital durante los tres años previos a la declaración de concurso a efectos de evaluar la eficacia de los dispositivos legales de "alerta temprana" que buscan prevenir el incremento de los riesgos y costos de insolvencia asociados al sobreendeudamiento. La segunda línea de investigación se centra en la posible relación de causa-efecto entre la estructura de capital y la salida de la crisis empresarial a través del proceso concursal. Se buscará evidencia de cómo la configuración de la estructura de capital puede influir, simplificando o dificultando, la salida de la situación de crisis a través de un plan de reorganización o liquidación. Se buscará perfilar un concepto legal de "viabilidad empresarial" para distinguir los casos en los que deben actuar los mecanismos de reorganización de aquellos en la que solución eficiente sería proceder a la liquidación de la empresa. Como tercera línea de investigación, se buscará evidencia sobre la adecuación o coherencia en la aplicación judicial del concepto de infracapitalización (referido en el artículo 193 de la Ley Concursal) en atención a las características de la estructura de capital de la empresa.

En una primera fase de análisis bibliográfico y de relevamiento de investigaciones ya existentes[1] sobre el financiamiento de las empresas en Uruguay, hemos llegado a tres conclusiones preliminares que funcionan como hipótesis de la investigación principal y que resumiremos en el presente trabajo. La primera versa sobre la situación en la que llegan las empresas al proceso concursal; la segunda sobre el fracaso del concurso como mecanismo de reorganización y la tercera sobre la desconexión de la práctica judicial de un concepto de infracapitalización fundado desde la

[1] Ordenados por orden cronológico, los antecedentes incluyen los siguientes proyectos: **(a)** Vergara Musselli, C. (2022). Las fuentes de financiamiento de la actividad emprendedora en Uruguay. Trabajo final para obtener el título de magister en gerencia y administración, orientación financias. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República, disponible en file:///C:/Users/hdsca/OneDrive/Documents/Acad%C3%A9mico/CSIC%202024/Tesina%20FCE.pdf; **(b)** Pascale, R. (2018). Rasgos estilizados de las finanzas empresariales: industria manufacturera y comercio en el Uruguay. 2010-2016. En Revista de Derecho Comercial, núm. 10, pp. 81-106; **(c)** Muñoz, G. López, L., Franco, G. (2010). Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay. En Quantum, vol. 4, núm. 1, pp. 4-25; **(d)** Monteserín, G y Chiappori, D. (2004). Dinámica en las Decisiones de Financiamiento. Estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay. XIX Jornadas Anuales de Economía. BCU; **(e)** Munyo, I. (2003). La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: Evidencia del caso uruguayo. Trabajo monográfico para la obtención del título de Lic. en Economía. Udelar; **(f)** Bentancor, A. (1999). Estructura Financiera de las Empresas en Uruguay. En XIV Jornadas Anuales de Economía. Banco Central del Uruguay, disponible en https://bvrie.bcu.gub.uy/local/File/JAE/1999/tj9907.pdf

perspectiva financiera. Expondremos a continuación por su orden los principales resultados respecto a cada uno de estos puntos. Cerraremos el presente trabajo con una explicación de la metodología que elaboramos para afrontar el siguiente escalón del proyecto y la consiguiente verificación de estas hipótesis.

2. Determinación de la situación en la que llegan las empresas al proceso concursal (Hipótesis 1)

Con carácter general, los estudios relacionados en la nota de pie de página nº 1 indican que las empresas uruguayas presentan un nivel alto de endeudamiento. Estas investigaciones toman en cuenta un universo general que incluye, naturalmente, situaciones de desempeño comercial muy variado. Las medias estadísticas (media simple, media ponderada y mediana) ofrecen valores de financiamiento a través de deuda que oscilan entre el 30% y el 40% (Vergara, 2022, Pascale, 2018, Muñoz, López y Franco, 2010). Asimismo, los datos sobre la media simple o promedio suelen ser sensiblemente menores que la media ponderada, lo que sugiere que el nivel de endeudamiento sería mayor en las empresas de grandes dimensiones lo que acrecienta la importancia relativa del problema (Pascale, 2018).

De este modo, los estudios ofrecen indicios de que estarían operando en el mercado empresas con niveles excesivos de apalancamiento financiero, por encima de lo que podría considerarse como márgenes razonables de acuerdo con las pautas más aceptadas de la ciencia de la administración financiera. El alto endeudamiento general se ha atribuido a una tendencia de las empresas uruguayas de llevar adelante políticas activas de inversiones y dividendos en detrimento de la política de financiación que se maneja en forma residual (Pascale, 2018). Esta tendencia estaría incentivada por razones fiscales ya que, a efectos tributarios, es conveniente financiarse con deuda y no con fondos propios dado que los intereses de la deuda constituyen un gasto deducible para el impuesto a la renta y producen un efecto ventajoso en el cálculo del impuesto al patrimonio (López Tilli, 2010: 314; Pascale, 2017).

Esta situación coloca a las empresas en una posición de equilibrio muy delicado. Cuando el endeudamiento alcanza un nivel excesivo, la estructura de capital comienza a experimentar la presión de los riesgos de insolvencia. Ello se manifiesta en un acortamiento de los plazos del crédito

comercial y un incremento de las tasas de interés del crédito financiero y el reforzamiento de las garantías que exige esta clase de acreedores.

El corolario inevitable es la reducción de los márgenes de ganancia. A su vez, es probable que en estas circunstancias igual se mantenga la gestión activa de la política de dividendos, sea por el interés en complacer a los socios o porque la empresa constituye su fuente principal de ingresos. Adicionalmente, los socios tampoco encuentran incentivos para reinvertir las ganancias y renunciar a extraerlas como dividendos considerando la posición subordinada que tienen en el concurso en relación con los acreedores financieros y comerciales (carácter subordinado del capital en relación con la deuda). Menos aún para efectuar nuevos aportes de capital. Todo esto conduce a que se reduzca drásticamente la alternativa de recurrir al autofinanciamiento aumentando la necesidad de obtener recursos de fuentes externas, retroalimentándose así el ciclo hasta la caída del punto de equilibro y el ingreso en estado de cesación de pagos.

En este contexto, cabe esperar que el prototipo de estructura de capital de las empresas concursadas evidencie un alto nivel de apalancamiento, principalmente con acreedores financieros con altos costos de deuda, una reducción de la deuda comercial al acortarse los plazos del crédito y una reducción paulatina del patrimonio neto como resultado de la contracción de los márgenes de ganancia. A su vez, las conclusiones que se han obtenido a partir de estudios de carácter inductivo en base a universos limitados de casos concretos sugieren ciertos patrones respecto a cómo estaría compuesto dicho pasivo (Martínez Blanco y Olivera, 2018, Olivera, 2018b, Olivera, 2010, Olivera, 2006). Ellos se integran, por una parte, con acreedores comerciales sin garantías para sus créditos. En rasgos generales, se trataría de proveedores de bienes y servicios que fueron relegados a medida que se volvió más acuciante la falta de disponibilidades de caja y bancos. Otra parte significativa del pasivo está compuesto por acreedores financieros de corto y mediano plazo, en parte sin garantías y en parte con derechos que afectan los activos estratégicos de la empresa y sus flujos futuros provenientes de las operaciones comerciales del giro. Encontramos en esta categoría a acreedores del sector informal (prestamistas) y a acreedores bancarios por líneas de crédito de corto y mediano plazo, y préstamos a largo plazo, cubiertas presumiblemente con garantías personales, cesiones de flujo y garantías reales. Este aspecto es fundamental para comprender el alcance de la segunda hipótesis que expondremos en el capítulo siguiente.

Creemos que es probable que una investigación de campo como la que se describe en el capítulo 4 compruebe que los mecanismos de alerta temprano no están funcionando y que la situación que viene de describirse se revela como extendida en el tiempo hasta que algún evento disparador la torna insostenible, por lo general vinculado a la ejecución individual de créditos que comprometen activos imprescindibles o conflictos con los trabajadores.

El aspecto positivo de este cuadro es, precisamente, que la insolvencia sería el producto de una mala gestión financiera, conservándose latente el valor intrínseco de la empresa que podría recuperarse con un nuevo balance de la estructura de capital apoyado, por ejemplo, en la capitalización de pasivos y un nuevo perfilamiento de la deuda financiera.

3. Identificación de las causas del fracaso del concurso como mecanismo de reorganización (Hipótesis 2)

Tomando como válida la Hipótesis 1), el resultado es que los acreedores financieros tienen la llave del procedimiento concursal. El incremento de las garantías determina que estos suelan tener derechos contra los principales activos empresariales: activo fijo, bienes de uso, bienes de cambio o flujos de fondos.

Bajo los términos de la Ley Concursal, todas estas garantías se encuentran especialmente reforzadas como reflejo de una política que busca estimular el crédito financiero, especialmente el ofrecido por el sistema bancario (Olivera, 2018b). Esta realidad tiene como contrapartida que se ha eliminado, respecto de esta clase de acreedores, los incentivos para cooperar con los restantes en la búsqueda de una salida que maximice el valor de la empresa para todos los interesados. En el marco del actual proceso concursal, la conducta económicamente racional desde la perspectiva de los acreedores privilegiados (de regla, los agentes financieros) es la adopción de una estrategia estrictamente individual, por más que ella implique destruir el valor de la empresa en funcionamiento. Utilizando los conceptos de la teoría de juegos, esta situación conduce a que el "equilibro de Nash"[2] se ubique en una posición subóptima.

[2] Se conoce como "equilibrio de Nash" a la situación en la cual la estrategia que adopta uno de los jugadores es la mejor respuesta a las opciones que toman los restantes. En este tipo de equilibrio, el resultado no necesariamente es el óptimo para todas las partes, pudiendo existir alternativas que supongan colocar a todos los jugadores en una situación mejor. Sin embargo, en el equilibro de Nash se produce una estabilidad en la que los que ganan no tienen incentivos para cambiar de conducta y los que pierden se ven imposibilitados de hacerlo. En términos sociales, ello conduce a

En función de lo anterior, nuestra Hipótesis 2 establece que los acreedores financieros, como consecuencia de las características de la estructura de capital de las empresas en concurso (Hipótesis 1), tienen el poder de controlar la dirección del procedimiento concursal pero los incentivos para conducirlo hacia una salida que sea satisfactoria para cubrir exclusivamente sus expectativas, desentendiéndose de posibles soluciones, aún equivalentes desde la perspectiva de su interés individual, que permitirían la reorganización de la empresa a fin de generar un mayor valor para los acreedores comerciales.

En el sistema concursal se ha extendido una concepción tradicional y rígida del régimen de las garantías reales que tienen su base en el Código Civil y el Código de Comercio, conduciendo a que la protección de los créditos privilegiados frente a los procesos concursales pueda impedir la preservación del valor de la empresa en marcha. Es claro que el tenor literal de las normas vigentes evidencia que el legislador no demostró ningún animó de modificar dicha prioridad ya que de la Ley Concursal no se desprenden disposiciones que contraríen la normativa general (arts. 2381 Código Civil y artículo 1737 del Código de Comercio). Sin embargo, ante la constatación de las dificultades que está enfrentando el concurso como herramienta de reorganización, se hace necesario reflexionar sobre la conveniencia de permitir lisa y llanamente que una parte fundamental del valor de las unidades económicas se vea destruido por la estrategia individualista de un acreedor privilegiado.

El Derecho comparado ofrece ejemplos de alternativas que incentivan la implementación de planes que permiten preservar el valor en marcha de la empresa y sobre todo su potencial, sin perjudicar en absoluto el crédito del acreedor privilegiado, brindándoles a estos, en caso de ser posible, ventajas aún mayores (Seymour y Schwarcz, 2021; Schillig, 2014 y Jackson, 1982). La idea expuesta no pretende debilitar la naturaleza de las garantías reales ya que, de ser así, su finalidad carecería de sentido e implicaría un cambio drástico en la explotación empresarial, pero sí crear cierta coerción y restricciones sobre las mismas cuando éstas podrían verse igual o más beneficiadas si en vez de acudir a los tramites de ejecución, se negocia un plan en el cual se otorga sustento a la continuidad de la empresa, protegiendo su valor potencial.

---

una pérdida de valor y solo puede revertirse por una intervención externa que efectué una redistribución de facultades, poderes y derechos entre las partes.

Hasta la fecha la posición más extendida entre los especialistas mantiene una defensa férrea de los privilegios de los acreedores financieros, apuntando a blindar las garantías reales y las cesiones sobre flujos futuros con las que suelen respaldar sus créditos para que no resulten afectadas por el procedimiento concursal (Olivera, 2018b; Bacchi Argibay, 2019). La investigación permitirá acceder a información fundada con respecto la presión del sector financiero sobre el sobreendeudamiento empresarial y el rol que cumple esta clase de acreedores durante el procedimiento a fin de evaluar la necesidad de reequilibrar los poderes en el marco de los procedimientos concursales.

4. La desconexión de la práctica judicial de un concepto de infracapitalización fundado desde la perspectiva financiera (Hipótesis 3)

La infracapitalización es un concepto financiero que se define como la situación en la que una empresa carece manifiestamente de recursos propios suficientes para desarrollar su actividad (Olivera, 2010: p. 11). Estos recursos pueden provenir tanto de aportes de accionistas como de los resultados de la propia actividad de la empresa. En la literatura especializada, este fenómeno se relaciona con la Hipótesis 1, que describe un estado de sobreendeudamiento prolongado que transfiere el riesgo de insolvencia a los acreedores (Paz Ares, 1983; Olivera, 2010; Olivera, 2016).

La infracapitalización está contemplada en el inciso 2 del artículo 193 de la Ley Concursal, que dispone que se estará ante una presunción absoluta de culpabilidad:

> Cuando durante los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso de acreedores los fondos o los bienes propios del deudor hubieran sido manifiestamente insuficientes o inadecuados para el ejercicio de la actividad o actividades a las que se hubiera dedicado.

Está claro que, al ser consagrada en la Ley Concursal como una presunción absoluta, la conducta del concursado se vuelve irrelevante. Simplemente al acreditarse el supuesto enunciado en el artículo, se configura la culpabilidad concursal. En definitiva, la intención del legislador fue evitar la transferencia de los riesgos típicos de la actividad empresarial a terceros, promoviendo mediante la imposición de un mecanismo sancionatorio, que los agentes económicos creen una estructura de financiamiento que les permita auto sustentarse, tildando de ilicitud a la estrategia de las empresas que dependan de financiamientos externos para realizar su actividad.

De todas formas, sin perjuicio de la clara lógica del legislador, la presencia de la infracapitalización debe ser analizada científicamente y dada la gravedad de la presunción absoluta contemplada en el inciso 2 de la Ley Concursal, no se puede asumir que por el solo hecho de comprobar que en los dos años anteriores a la declaración de insolvencia los balances reflejen un financiamiento con recursos de terceros automáticamente se está ante la presunción absoluta de culpabilidad. En efecto, de ser así y conforme a nuestra Hipótesis 1, casi todas las empresas uruguayas estarían operando en el margen de la ilicitud.

La insuficiencia debe ser manifiesta. Al igual que la insolvencia de balance no debe confundirse con la insolvencia financiera mencionada en la Ley Concursal (que define a la insolvencia no como el hecho de tener más pasivos que activos, sino como la imposibilidad del deudor de cumplir con sus obligaciones), tampoco debe confundirse la conformación de un patrimonio con un mayor grado de deuda que de fondos propios con la infracapitalización societaria. En esta línea, Olivera García (2010, p. 26) ha destacado que por más que la infracapitalización corresponde a un sobreendeudamiento de la sociedad, no todo sobreendeudamiento implica necesariamente la infracapitalización societaria; el sobreendeudamiento puede devenir de circunstancias ajenas al propio deudor, como cambios en la política monetaria o cambios en las condiciones del mercado.

Claramente, no existe una fórmula numérica que le indique al juez cuál es la correcta porción de fondos propios que debería tener una sociedad determinada. No hay un parámetro estandarizado de qué porcentaje de capital debería conformarse con recursos de terceros y qué porcentaje con fondos propios, pues cada empresa tiene su propia realidad financiera y la tarea de detectar cuándo los fondos propios son “manifiestamente” insuficientes no tiene una lógica común para todas las empresas.

El juez tendrá la ardua tarea de diferenciar lo que es la insuficiencia estructural de fondos, en donde la falta de fondos propios es crónica y significativa y es un impedimento para que la empresa opere con normalidad, dependiendo estructuralmente del financiamiento de terceros (la raíz por ende se encuentra en la defectuosa estructura de financiamiento de la empresa) -de los problemas financieros coyunturales, en donde la empresa atraviesa dificultades temporales y no-determinantes que conforman lo que típicamente se llama “cuellos de botella” financieros. Además, como remarca Martínez Blanco (2018) en su análisis del artículo 193 de la Ley Concursal,

no es sencillo determinar si una empresa dispone de fondos suficientes para su actividad, dado que comprobarlo supondría una auditoría forense que cubra, al menos, dos años de actividad empresarial para atrás.

En mérito a todo lo mencionado anteriormente, realizamos un relevamiento inicial de la tendencia jurisprudencial referente a la aplicación del inciso 2 del artículo 193 de la LPC, a los efectos de comprender cómo es que aplica el concepto de la "insuficiencia manifiesta" de fondos propios.

Así, la sentencia 5/2014 del Tribunal de Apelaciones en lo Civil de 2º Turno, determinó que una empresa operó con fondos manifiestamente insuficientes en los dos años previos a su declaración de concurso, y que los directores no cumplieron con sus obligaciones legales, agravando la insolvencia de la empresa, y fundamentó de la siguiente manera:

> En la memoria descriptiva no hay datos que apunten una manifiesta insuficiencia o inadecuación de fondos propios. Más bien se relatan dificultades económicas y financieras que no son sinónimo de aquello. Véase que la norma requiere que la insuficiencia aludida sea manifiesta, es decir, patente, ostensible, grosera. / Sin embargo, de la auditoría externa realizada por la firma Deloitte se evidencia que al 30 de setiembre de 2009 (es decir, poco menos de dos años antes de la declaración del concurso) no se disponía "...de los fondos suficientes para afrontar la inversión en capital de trabajo que requiere la fabricación de los productos de la próxima colección" (fs. 134 v.). / **Esta afirmación de la consultora revela que no habían fondos suficientes para producir al año siguiente** y por ello luego enfatiza que a efectos de erradicar tal situación se realizaron gestiones ante el Ministerio de Economía y Finanzas, el Banco de la República Oriental del Uruguay, el Ministerio de Industria, Energía y Minería, entre otros [resaltados nuestros].

Véase que, en este caso, el tribunal entendió estar ante un supuesto de infracapitalización por la falta de fondos propios en base a una declaración que habría realizado el auditor externo y que refiere un hecho puntual, histórico, de que en un momento la empresa no contaba con fondos disponibles suficientes para financiar los gastos operativos, por lo que, si bien no se afirma en el informe del auditor (al menos en lo que recoge la sentencia), la empresa podría encaminarse hacia una situación de capital de trabajo negativo. Indudablemente, este es un trance habitual por el que

atraviesan muchas empresas y ello puede corregirse y enfrentarse con una gama muy amplia de estrategias, que pasan desde recurrir a fuentes externas de financiamiento hasta la adopción de acciones de reducción de gastos operativos, como la disminución de inventarios, diversos ajustes en los gastos de administración y ventas, etc. De ninguna manera puede tomarse ese hecho puntual como un indicador irrefutable de un estado de infracapitalización.

Similarmente, la sentencia 31/2018 del Tribunal Apelaciones Civil 7º confirmó la sentencia que declaró culpable a un concurso y fundamentó lo siguiente:

> En cuanto a la segunda causal relevada, numeral 2 art. 193, que establece "Cuando durante los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso de acreedores los fondos o los bienes propios del deudor hubieran sido manifiestamente insuficientes o inadecuados para el ejercicio de la actividad o actividades a las que se hubiera dedicado", la prueba de dichos hechos surge indubitablemente de los informes contables agregados cuando se solicitó la declaración del concurso y de las propias declaraciones de los concursados que constan en su solicitud, en relación a los problemas financieros y la falta de recursos para solventar las deudas de las sociedades (fs. 106 y ss.; 5 a 27; 277/281 de obrados). / Es relevable que se recurrió a prestamistas en razón de un embargo de la D.G.I. en 2012, a sabiendas que no se podrían cubrir, vulnerando controles, de la mano de una negligente administración. **Todo eso aumentó el pasivo considerablemente y se tradujo en disminución de los activos (infracapitalización) con mucha anterioridad al concurso pedido, con una sensible diferencia entre activo y pasivo (fs. 107/253**) [resaltados nuestros].

Véase que—más allá de los problemas estructurales de la empresa que surgen de la descripción que efectúa la sentencia—lo que el tribunal entiende por infracapitalización es el aumento considerable de pasivos y la supuesta traducción a una disminución de activos (que no se explica en la sentencia), asumiendo erróneamente que el concepto de infracapitalización hace referencia a una relación simple entre activo y pasivos. También, en la sentencia 43/201, el Tribunal de Apelaciones en lo Civil de 7º Turno confirmó la declaración de culpabilidad del concurso de una empresa de transporte de mercaderías, determinando que la empresa habría operado con fondos manifiestamente insuficientes durante los dos años anteriores a la declaración del concurso:

> Como se indicara ut-supra, cabe remarcar que el artículo 192 numeral 2º de la ley concursal **no toma en cuenta las causas, ni qué responsabilidad debió haber cabido a los accionistas en la situación objetiva que refiere, ni le interesa los motivos de la infracapitalización o de falta de recursos**. Solamente toma en cuenta la constatación de la existencia de una manifiesta insuficiencia de fondos o bienes para mantener el giro de la actividad. Por lo tanto, toda la argumentación que desarrolla el incidentista a fs. 514-523 y en la apelación, es irrelevante a estos efectos por mandato legal. La ley sanciona objetivamente el fracaso o la mala práctica comercial, sin atención a las causas, lo que puede parecer excesivo, pero así está consagrado. / En el caso concreto es indiscutible además que ya estábamos ante una verdadera y endémica insolvencia, **dato objetivo que reclama el artículo 192 numeral 2º como presunción absoluta para la calificación de culpable del concurso**. Por su parte, Martínez no demuestra causa liberatoria de fuerza mayor o insobrepujable que pudiera incidir en dicha calificación y no cabe prueba contraria a las presunciones establecidas como absolutas por la ley (art. 1604 inciso 1º del Código Civil) [resaltados nuestros].

Como expresamos arriba, dudamos que la causal de culpabilidad por infracapitalización sea totalmente ajena a los motivos por los cuales los encargados de la gestión diseñaron una determinada estructura financiera, en la medida que una empresa sobreendeudada no necesariamente está infracapitalizada. Es decir: una empresa puede tener una estructura de capital viable pero que, por factores externos, como una pandemia, atraviesa por períodos de dificultades económicas en donde recurre al endeudamiento, esto es lo que llamamos problemas conyunturales -que no son estructurales.

Sin embargo, este criterio también fue recogido por la sentencia 99/2023, en donde el Tribunal de Apelaciones en lo Civil de 7º Turno confirmó la declaración de culpabilidad del concurso de una empresa debido a que la empresa operó con fondos insuficientes durante los dos años anteriores a la declaración de insolvencia argumentando lo siguiente:

> Es menester precisar que tratándose la misma de una presunción absoluta de culpabilidad, una vez constatada la hipótesis mencionada o al menos no desmentida en obrados la misma, no admite prueba en contrario (art. 1604 inc. 1º del Código Civil). **Por lo que tampoco interesan las razones sobre por qué**

> **se llegó a esa situación.** Según ha expresado este Colegiado, "…cabe remarcar que el artículo 193 numeral 2º de la ley concursal no toma en cuenta las causas, …, ni le interesa los motivos de la infracapitalización o de falta de recursos. Solamente toma en cuenta la constatación de la existencia de una manifiesta insuficiencia de fondos o bienes para mantener el giro de la actividad [resaltados nuestros].

En función de todo lo expresado, la conclusión preliminar a la que arribamos es que, a nivel judicial, el concepto se ha construido con independencia de un análisis científico de la estructura de capital de las empresas y de su evolución. Al tratarse de una noción que aparece en el contexto de un proceso sancionador (el incidente de calificación del concurso) se evidencia su utilización como comodín para justificar la imposición de sanciones a personas que estuvieron involucradas en la dirección comercial y financiera del negocio fallido.

Por más que, como se manifestó desde un inicio, la *ratio legis* del supuesto de infracapitalización incluido en el artículo 193 de la Ley Concursal es noble, en la medida que pretende que las empresas estructuren su financiamiento de forma tal que no tengan que depender de terceros para caminar y, más precisamente, que los terceros no carguen exclusivamente con el riesgo de la actividad empresarial, la realidad es que es una norma que entraña un riesgo muy alto de ser mal utilizada y terminar penalizando injustamente a los sujetos al mando de las empresas. De ninguna manera con esto se pretende descartar la penalización a aquellos administradores que hayan actuado de mala fe o con culpa grave, pero meramente establecer que el concurso es culpable porque los fondos propios son "manifiestamente insuficientes" parece ser una disposición demasiado amplia y de muy difícil aplicación. Características, ambas, que no son adecuadas para definir una norma sancionadora.

5. Estrategia metodológica y datos a ser construidos o empleados en una segunda fase de la investigación

La Ley Concursal ya superó los quince años de vigencia. Su aprobación supuso una modificación profunda de la forma de abordar las crisis empresariales. Como adelantamos, su objetivo declarado fue conciliar el objetivo de maximizar la recuperación de los créditos con el de conservar el funcionamiento de las unidades empresariales viables (Olivera, 2018b; Holz y Rippe, 2018: pp. 39-40; Martínez Blanco, 2018: p. 103). Se pretendía que estas metas no fueran

incompatibles (Falco, 2022). La conservación de la empresa debía convertirse—al menos en la mayor parte de los casos—en el mejor mecanismo para promover el interés de los acreedores. Sin embargo, como mencionamos, la opinión extendida es que los resultados no son satisfactorios.

Las culpas se han cargado básicamente sobre dos aspectos. Primero, se apunta hacia el fracaso de los mecanismos de "alerta temprana" (Cabrera, 2023: p. 46). Estos consisten en una serie de incentivos legales para que el deudor en dificultades ingrese a tiempo en el procedimiento concursal. Con ello se busca que las herramientas de reorganización puedan trabajar sobre una empresa que conserve algún grado de viabilidad o, en otras palabras, que no se encuentre en una situación de deterioro patrimonial de tal magnitud que resulte inviable la recuperación (Richard, 2019: pp. 18 a 28). Segundo, se observa que el ingreso en el procedimiento concursal tiene por sí mismo un efecto nocivo. Se habla de que la empresa que solicita el amparo al régimen concursal resulta "estigmatizada". Ello desencadena una suerte de respuesta exagerada del sistema que conduce a una profundización del deterioro patrimonial que imposibilita el funcionamiento de los mecanismos de reorganización (Martínez Blanco y Olivera, 2018).

Estas opiniones están muy extendidas a nivel de la praxis y de la academia y han impulsado la creencia de que es necesaria una reforma del marco legal, incluso, existen iniciativas en marcha en tal sentido (Olivera, 2018a: p. 545 y ss; Creimer y Martínez Vigil, 2023: p. 57).

Sin perjuicio de su valor, lo cierto es que, hasta el momento, estas opiniones no están respaldadas por investigaciones de campo. Son reflexiones de corte inductivo expresadas por especialistas a partir de casos derivados de su experiencia y el intercambio de ideas con otros profesionales del sector. No contamos con datos que nos permitan llegar a conclusiones sólidas al encontrarse desconectados de la realidad financiera concreta de las empresas involucradas.

Los dos aspectos mencionamos (falla en las alertas tempranas y la eventual "estigmatización") están directamente vinculados al análisis de la estructura de capital. Tanto de su configuración al momento de la declaración de concurso, como de su evolución en los años previos. Este es el modo de conocer con certeza el perfil del endeudamiento de las empresas que atraviesan una crisis de solvencia, para lo cual hay que descomponer los elementos del pasivo y aplicar ratios que los midan entre sí y con relación a otras variables patrimoniales (como el porcentaje de recursos propios, flujos de ganancias del ejercicio, de resultado neto, o el patrimonio en su conjunto). Una investigación de estas características será la primera en el campo del Derecho concursal uruguayo.

Tendrá la aptitud de ofrecer información cierta sobre la situación patrimonial de las empresas en crisis y de cómo actúa el proceso concursal sobre ellas. Con ello se obtendrá evidencia sobre el funcionamiento—o mal funcionamiento—de las "alertas tempranas" mediante la observación de los patrones de deterioro patrimonial de la época previa al concurso. Podrá evaluarse si una salida alternativa, con una mayor preservación de valor, hubiera sido posible de haberse abordado la situación con mayor anticipación. Al mismo tiempo, se obtendrá evidencia sobre la existencia del referido "estigma" que conduciría a una aceleración del deterioro patrimonial, lo que podría explicar la falta de efectividad de los mecanismos de reorganización. Ello también nos permitirá delinear un concepto clave que es el de "viabilidad empresarial", que hasta la fecha ha recibido una atención marginal a pesar de ser la noción básica para evaluar cuando el proceso debe tender hacia la reorganización o desviarse hacia una liquidación rápida y eficiente.

Para realizar esta tarea hemos diseñado un proyecto que se centrará en combinar enfoques cuantitativos y cualitativos. El enfoque cuantitativo será preponderante en relación con la primera y segunda línea de investigación, que buscan corroborar las hipótesis 1 y 2. Se analizará la estructura de capital de todas las empresas que han sido declaradas en concurso de acreedores en Uruguay entre los años 2018 y 2023 inclusive, utilizando como fuente primaria de información a los expedientes judiciales tramitados ante los Juzgados Letrados de Primera Instancia de Concursos de 1º y 2º Turno a fin de relevar la información financiera que surge incorporado en ellos.

A su vez, las tareas de relevamiento de datos se complementarán con una técnica de entrevistas estructuradas para apoyar el trabajo de análisis cualitativo. Estas se realizarán en relación con casos representativos de las conclusiones extraídas del relevamiento de datos o que corroboren o desvirtúen las hipótesis de trabajo[3].

Respecto a la tercera línea de investigación en particular (Hipótesis 3 sobre la aplicación del concepto de infracapitalización), ésta se concentrará en un enfoque cualitativo y en el desarrollo

[3] Para el proceso de entrevistas se seleccionarán 20 de las empresas involucradas en los procedimientos relevados. Para elegirlas seguiremos el criterio adoptado por Pascale (2017), considerando solo a empresas a partir de 6 empleados que se dividirán, a su vez, en 4 estratos de ocupación: de 6 a 19 empleados, de 20 a 99, de 100 a 199 y más de 200 personas ocupadas. Se seleccionarán 5 empresas de cada uno de estos grupos. Se entrevistará a integrantes de la organización que ocupen o hayan ocupado puestos de jerarquía en la conducción financiera durante el período en que se desarrolló el procedimiento concursal. Buscaremos obtener información con respecto a dos puntos; su evaluación respecto a las razones que condujeron a la crisis de solvencia y su evaluación respecto a los aspectos positivos y negativos del procedimiento concursal en cuanto mecanismo para afrontar la crisis. En particular, su opinión respecto al supuesto "estigma" del concurso.

de una tarea de investigación de corte puramente jurídica. En concreto, refiere a un análisis crítico de la aplicación del artículo 193 de la Ley Concursal. En términos de metodología jurídica, en primer lugar, se analizará el punto desde un enfoque realista, entendiendo por tal el estudio exclusivo del modo como los tribunales han construido el concepto (Schauer, 2010: pp. 32 a 42). En segundo lugar, con la ayuda de los resultados que se obtengan de las líneas 1 y 2, se realizará un análisis de corte dogmático para evaluar la corrección de la praxis judicial.

Como mencionamos, el período de referencia para el análisis será de 5 años, correspondiente a los concursos declarados entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2023. De acuerdo con información publicada por la Liga de Defensa Comercial (LIDECO), en dicho período se presentaron un total de 420 solicitudes de concursos de acreedores [4]. Ahora bien, en atención a la clase de información que debemos obtener de los expedientes judiciales para lograr construir los datos necesarios para el análisis, resulta imprescindible introducir una delimitación a este universo. En concreto, el relevamiento de datos se circunscribirá a las empresas con contabilidad suficiente que hayan agregado al expediente los estados de situación patrimonial y de resultados correspondientes a un período de tres ejercicios anteriores a la declaración de concurso. Cabe puntualizar que esta información es exigida por el literal 4) del artículo 7 de la Ley Concursal para admitir el trámite de una solicitud de concurso presentada por el propio deudor. Por ello, esperamos encontrarla en todos los concursos voluntarios y en la gran mayoría de los necesarios, quedando excluidas las empresas que operan en sectores de la economía informal[5].

Para comprender las características de la estructura de capital de las empresas involucradas y así establecer las conexiones y relaciones de causa a efecto con el ingreso en la situación de insolvencia y la eventual salida a través de un acuerdo concursal de reorganización es necesario descomponer la estructura patrimonial y aplicar una serie de ratios. De los estados de situación

[4] Ver: Lideco - Evolución de solicitudes de concurso de acreedores por año. Comparación de 2019 a 2023.

[5] El estudio se concentrará en los siguientes documentos exigidos por la Ley Concursal: (a) Historia económica del deudor indicando las causas del estado de insolvencia (documento exigido por el literal A), 1) del artículo 7 de la Ley Concursal); (b) Estados contables de situación patrimonial y de resultados correspondientes a los tres últimos ejercicios (documentos exigidos por el literal 4) del artículo 7 de la Ley Concursal); (c) Memoria del órgano de administración y el informe del órgano de control interno, correspondientes a los tres últimos ejercicios (documentos exigidos por el literal 4) del artículo 7 de la Ley Concursal); (d) Lista de acreedores confeccionada por el síndico o interventor (Documento previsto en el artículo 101 de la Ley Concursal); (e) Informe del síndico respecto al incidente de calificación (Documento previsto en el artículo 198 de la Ley Concursal); (f) Escrito/s de contestación al informe del síndico presentado por las personas afectadas por la propuesta de calificación y (g) Sentencias de primera y, eventualmente, de segunda instancia en el marco del incidente de calificación.

patrimonial y de resultados correspondientes a los tres ejercicios anteriores a la declaración se extraerán los datos sobre pasivos comerciales, pasivos financieros, el peso anual de estos pasivos, pasivos totales, capital social y primas de emisión, reservas libres, resultados acumulados, resultados del ejercicio, pagos de dividendos, activos corrientes y activos no corrientes. Y, a partir de estos datos, se medirán diferentes ratios de rentabilidad, como el ROE (*Return on Equity*), ROIC (*Return over Invested Capital*), ROA (*Return over Assets*), NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), rentabilidad real y rentabilidad sin costo de deuda, así como indicadores de solvencia como el ratio de deuda sobre capital invertido, ratio de endeudamiento, cobertura de intereses, así como de estructura de activos en general.

6. Conclusión

La Ley de Proceso Concursal N.º 18.387 fue diseñada teniendo en cuenta como uno de sus objetivos centrales la incorporación en nuestro derecho de herramientas que le permitan al procedimiento actuar como mecanismo de recuperación de empresas en crisis financiera, evitando su liquidación. Sin embargo, los resultados han revelado serias deficiencias en su aplicación como herramienta de reorganización empresarial. En respuesta, este proyecto de investigación se centra en comprender la estructura de financiamiento de las empresas que han ingresado en un proceso concursal y su relación con la eficacia de las herramientas de reorganización. El proyecto se desarrolla a través de tres líneas de investigación que pretenden, en un primer plano, analizar la evolución de la estructura de capital durante los tres años previos a la declaración de concurso; en un segundo plano, explorar la posible relación de causa-efecto entre la estructura de capital y la salida de la crisis empresarial; y en un tercer plano, examinar la coherencia en la aplicación judicial del concepto de infracapitalización del inciso segundo del artículo 193 de la Ley 18.387.

La primera hipótesis plantea que las empresas uruguayas ingresan al proceso concursal con altos niveles de endeudamiento, lo que las hace vulnerables a los movimientos del mercado y lleva a ciclos de sobreendeudamiento. Este alto endeudamiento, incentivado por políticas fiscales, resulta en un equilibrio financiero delicado, donde la falta de fondos propios y la presión de los acreedores acortan los plazos del crédito comercial y aumentan las tasas de interés. La segunda hipótesis sugiere que, debido a esta estructura de capital, los acreedores financieros tienen el control sobre el procedimiento concursal y, al tener garantizados sus derechos sobre los principales activos de la empresa, prefieren estrategias individuales que resultan en la liquidación de la empresa en

lugar de su reorganización. La tercera hipótesis analiza cómo la aplicación judicial del concepto de infracapitalización, sin una base científica sólida, puede llevar a sanciones injustas para los administradores de empresas en crisis, penalizando situaciones que no necesariamente implican mala gestión.

La relación entre estas hipótesis revela un ciclo problemático: las empresas entran en concurso con estructuras de financiamiento deficientes (Hipótesis 1), lo que otorga a los acreedores financieros un control desproporcionado sobre el proceso (Hipótesis 2), y la aplicación judicial de la infracapitalización agrava la situación al no considerar adecuadamente las particularidades financieras de cada caso (Hipótesis 3). En conjunto, estas hipótesis sugieren que la Ley de Proceso Concursal N.º 18.387 no ha logrado facilitar eficazmente la recuperación empresarial. Para mejorar la efectividad de la ley y apoyar de manera más justa a las empresas en dificultades, es crucial revisar tanto la estructura legislativa como la práctica judicial, incorporando un análisis más científico y equitativo de las realidades financieras de las empresas. Esta revisión podría fomentar una recuperación más sostenible y evitar la destrucción innecesaria de valor empresarial.

7. Referencias bibliográficas

- Baird, B. (2014). *Elements of Bankruptcy*, 6 ed. London: West Academics.
- Bebchuk, L. (1990). A new approach to corporate reorganizations. En Bechuk (ed.) *Corporate Law and economic analysis* (pp. 150-181). Cambridge University Press: Cambridge.
- Cabrera, M. (2023). ¿Son eficientes los incentivos legales para la presentación temporánea del concurso? Análisis de los efectos del concurso necesario respecto del deudor y de la calificación del concurso. En IDC *¿Fuente de la abundancia? El derecho comercial, instrumento de progreso* (pp. 41-47). Montevideo: FCU.
- Creimer, I. (2001). *Derecho concursal.* 2º ed. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.
- Falco Iriondo, E. (2022). *Continuidad de la empresa en el concurso y reorganización por los trabajadores*. Montevideo: La Ley Uruguay.
- Ferran, E. and Look, C. (2014). *Principles of corporate finance law*. 2 ed., Oxford: Oxford University Press.

- Ferrer Montenegro, A. (2016). Crisis del principio de conservación de la actividad económica de la concursada. En Rodríguez Mascardi y Ferrer (dirs.) *Ensayos Concursales* (pp. 83-89). Montevideo: La Ley.
- Jackson, T. (1982). Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors´ Bargain. En *The Yale Law Journal*, Vol. 91, No. 5: 857-907.
- Harris, M. y Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. En *Journal of Finance*. 46: 1. pp. 297-355.
- Holz, E. (2018). 10 años de la Ley 18.387. Reflexiones. En Miller, Ferrer, Ayul (dirs.) *Estudios de Derecho Concursal. Diez años de la ley de concursos y reorganización empresarial* (pp. 73-88). Montevideo: La Ley.
- Holz, E. y Rippe, S. (2018). Reorganización empresarial y concursos. Ley 18.387. 2 ed. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.
- López Tilli, A. (2010). *Financiamiento de la empresa*. Buenos Aires: Astrea.
- McCormack, G. (2016). Something old, something new: recasting the European insolvency regulation. *Modern Law Review*, 79 (1): 121-146.
- Madaus, S. (2014). Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction? A simple guide to RPR, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3827696, accessed 12 of February.
- Manóvil, R. (1996). Responsabilidad de los socios por insuficiencia de capital propio. En AA.VV., Derecho Empresarial Actual. Homenaje al Dr. Raymundo L. Fernández. Buenos Aires: Depalma.
- Martínez Blanco, C. (2018). Manual de Derecho concursal. 3 ed. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.
- Martínez Blanco, C. y Olivera, R. (2018). Diálogos concursales. En Olivera (dir.) Panorama de Derecho concursal. Estudios sobre la Ley No 18.387, 2 ed. (pp. 489-543). Montevideo: FCU.
- Miller, M. (1989). The Modigliani Miller Propositions After Thirty Years. En *Journal of Applied Corporate Finance*. 2:1, pp. 6-18.

- Monteserín, G y Chiappori, D. (2004). Dinámica en las Decisiones de Financiamiento. Estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay. XIX Jornadas Anuales de Economía. BCU;
- Munyo, I. (2003). La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: Evidencia del caso uruguayo. Trabajo monográfico para la obtención del título de Lic. en Economía. Udelar; (f) Bentancor, A. (1999). Estructura Financiera de las Empresas en Uruguay. En XIV Jornadas Anuales de Economía. Banco Central del Uruguay, disponible en https://bvrie.bcu.gub.uy/local/File/JAE/1999/tj9907.pdf.
- Muñoz, G. López, L., Franco, G. (2010). Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay. En Quantum, vol. 4, núm. 1, pp. 4-25.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. En *Journal of Financial Economics*. 5: 2, pp.147-75.
- Olivera García, J. (1981). El efecto de apalancamiento en condiciones de inflación, En Revista de economía, finanzas y administración, vol. 24, No 2: 19.
- Olivera García, R. (2006), El autofinanciamiento de las sociedades anónimas. En Estudios de derecho societario (p. 345). Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2006.
- Olivera García, R. (2006). La crisis del concepto de capital social. En Estudios de derecho societario (p. 247). Santa Fe: Rubinzal-Culzoni.
- Olivera García, R. (2010). Infracapitalización societaria: un tema de derecho y economía. En Anuario de Derecho Comercial, No 13, Montevideo, FCU, 2010, p. 11.
- Olivera García, R. (2013). La infracapitalización como presunción de culpabilidad del concurso. En AA.VV.,Dinamismo y desafíos del Derecho Comercial (p. 607). Montevideo: FCU.
- Olivera García, R. (2016). El patrimonio social. En Revista de Derecho Comercial, No 4, (p. 3). Montevideo: La Ley.
- Olivera García, R. (2017). Lucro, sociedad y dividendo, En Revista de Derecho Comercial, No 8: 68.
- Olivera García, R. (2018a). Anteproyecto de reforma de la Ley de Concursos y Reorganización Empresarial. En Olivera García (dir.) Panorama de Derecho Concursal. Estudios sobre la Ley No 18.387, 2 ed. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.

- Olivera García, R. (2018b). La insolvencia empresarial y la eficacia de la herramienta concursal. En Miller, Ferrer, Ayul (dirs.) Estudios de derecho concursal: diez años de la ley de concursos y reorganización empresarial (pp. 31-72). Montevideo: La Ley.
- Pacchi, S. (2019). La ristrutturazione dell´ impresa come strumento per la continuitá nella direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/1023. En *Derecho Concursal Iberoamericano. Realidad y perspectivas* (pp. 293-325). Bogotá: Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal "Jesús María Sanguino Sánchez".
- Pascale, R. (2017). Fisiología y anatomía financiera de las empresas entendimientos y hallazgos empíricos recientes. En Revista de derecho comercial, No. 6, 2017, págs. 57-74.
- Pascale, R. (2018). Rasgos estilizados de las finanzas empresariales: industria manufacturera y comercio en el Uruguay. 2010-2016. En Revista de Derecho Comercial, núm. 10, pp. 81-106;
- Paz-Ares, C. (1983). Sobre la infracapitalización de las sociedades, Anuario de Derecho Civil, t. tomo XXXVI: 1588.
- Richard, E. (2010). *Perspectivas del Derecho de la Insolvencia*. Córdoba: Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba.
- Schillig, M. (2014). Corporate Insolvency Law in the Twenty-First Century: State Imposed or Market Based?, *Journal of Corporate Law Studies*, 14, 1-38.
- Seymour, J. y Schwarcz, S. (2021). Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment. *University of Illinois Law Review*, 35.
- Vergara Musselli, C. (2022). Las fuentes de financiamiento de la actividad emprendedora en Uruguay. Trabajo final para obtener el título de magister en gerencia y administración, orientación financias. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República, disponible en file:///C:/Users/hdsca/OneDrive/Documents/Acad%C3%A9mico/CSIC%202024/Tesina%20FCE.pdf.
- Welch, I. (2017). *Corporate finance*. 4 ed. Ivo Welch.