

# CAPITALIZACIÓN DE PASIVOS<sup>1</sup>

Ricardo Olivera García

**Catedrático de Derecho Comercial (UDELAR, UCUDAL, UM). Presidente de la Academia Nacional de Derecho del Uruguay. Decano Emérito de la Universidad de Montevideo.**

**SUMARIO.** 1. Introducción. 2. ¿Es posible capitalizar pasivos? 3. La capitalización de pasivos es un aporte dinerario. 4. Aumento real y aumento nominal de capital. 5. Naturaleza jurídica de la operación. 6. ¿Todos los pasivos pueden capitalizarse? 7. Valuación de los pasivos. 8. Requisitos de la capitalización. 9. Derecho de suscripción preferente y derecho de receso. 10. Emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones. 11. La capitalización de pasivos como solución concursal. 12. Conclusiones. 13. Bibliografía.

## 1. Introducción.

La vida empresarial determina que sea relativamente frecuente que los aumentos del capital integrado de las sociedades comerciales se realicen a través de la capitalización de derechos de crédito que los inversores ya tienen contra la sociedad. Estos derechos de crédito resultaban computados por la sociedad como un pasivo con su acreedor. En virtud de la capitalización de estos derechos, este acreedor muda su estatuto jurídico por el de socio o accionista (*debt to equity swaps*)<sup>2</sup>.

Si bien nada impide que puedan capitalizarse pasivos en cualquiera de los tipos de sociedades comerciales previstos por la ley, y aun en las sociedades atípicas, irregulares o de hecho, este proceso es más frecuentemente utilizado en las sociedades anónimas, en las cuales la sociedad acuerda con el acreedor cambiar su derecho de crédito por acciones.

Gran parte de la doctrina<sup>3</sup> ha asociado este instituto a los procesos de solución de las crisis empresariales, otorgando a los acreedores en riesgo de ver frustrado el

---

<sup>1</sup> Trabajo publicado en *Revista de Derecho Comercial*, 5<sup>a</sup> época, año 2, Nº 13. p 3 y ss.

<sup>3</sup> GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, ps. 304-305; RUBIO, *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., p. 82; SIMONETTO, “Prestazione del socio e compensazione”, cit., p. 237; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 320;

derecho de recuperación de su crédito la posibilidad de transformar el mismo en capital de la sociedad deudora.

Sin embargo, esta aproximación al instituto es limitada y parcial, ya que no abarca la variedad de situaciones que plantea la vida de los negocios. En muchos casos, estos derechos de crédito corresponden a los propios socios o accionistas que optaron, en su día, por financiar la actividad social no solamente con sus aportes de capital, sino además con el otorgamiento de préstamos a la misma<sup>4</sup>. En muchos otros casos, se trata de créditos de terceros extraños a la sociedad que deciden transformar su colocación financiera en capital de riesgo, con la finalidad de mejorar la rentabilidad de su inversión.

Otras veces los propios proveedores, vinculados con la actividad de la sociedad, resultan seducidos por el negocio y deciden ingresar a la misma como socios. También encontramos el escenario en el cual un acreedor financia deliberadamente a la sociedad por encima de su capacidad de repago, buscando luego la forma de tomar control de la misma a través de la capitalización del crédito oportunamente otorgado (*hostile take-over*).

En el caso de las sociedades que acuden al mercado para la obtención de recursos financieros, es además frecuente que se ofrezca a los inversores la posibilidad de suscribir obligaciones negociables que brinden la alternativa de convertirse luego en acciones.

Por último, como vimos, la capitalización de pasivos constituye muchas veces una eficaz herramienta de solución de las situaciones de insolvencia, permitiendo a los acreedores buscar soluciones de salvataje de la empresa, a través de la transformación de sus créditos en capital.

A pesar de la frecuencia con la cual la dinámica empresarial acude a esta figura, no abundan estudios en los cuales se analice el régimen aplicable a la capitalización de pasivos, planteándose muchas veces dudas respecto al régimen de la misma. A desentrañar las mismas habremos de dedicar este estudio.

## **2. ¿Es posible capitalizar pasivos?**

---

MAMBRILLA RIVERA, “El aumento de capital”, cit., p. 349; HALPERIN – OTAEGUI, *Sociedades Anónimas*, cit., p. 294; ROITMAN, *Ley de Sociedades Comerciales*, cit., t. IV, ps. 308-309.

<sup>4</sup> Vé. OLIVERA GARCÍA, “Infracapitalización societaria”, cit., p. 23 y ss.

La primera gran interrogante que impone un estudio sistemático de este instituto es la relativa a la posibilidad de dicha capitalización.

Claramente, no es posible la constitución de una sociedad integrando su capital social por capitalización de pasivos. La existencia de un pasivo supone necesariamente la existencia de un sujeto de derecho que lo adeude. Esto solamente puede ocurrir luego de la constitución de la sociedad, cuando se crea un ente jurídico independiente, diferenciado patrimonialmente de sus socios. En consecuencia, la capitalización de pasivos solamente puede ser analizada como un mecanismo de aumento del capital de la sociedad ya constituida, y no como una forma de integración del capital inicial<sup>5</sup>.

Al referirse al aumento del capital de las sociedades anónimas, nuestra Ley de Sociedades Comerciales (LSC) no incluye expresamente la capitalización de pasivos entre las formas de aumento. El art. 283 dispone que “*[e]l aumento de capital podrá realizarse por nuevas aportaciones, por la capitalización de reservas, de ajustes de valores del activo u otros fondos especiales o por la conversión de obligaciones negociables o partes beneficiarias en acciones*”.

Sin embargo, más adelante, la propia ley societaria prevé la limitación o suspensión del derecho de preferencia, en los casos de aumento de capital, cuando se trate – entre otras hipótesis– de “*acciones (...) que se den en pago de obligaciones preexistentes*” (art. 330). Esto ha determinado que la doctrina nacional se pronuncie a favor de la admisibilidad de esta forma de aumento de capital<sup>6</sup>.

Otras normas se refieren también al tema. Tal es el caso de la propia Ley N° 16.060, que prevé la conversión de los bonos o partes beneficiarias en acciones (art. 426); de la Ley N° 18.387, que incluye la capitalización de pasivos entre los posibles contenidos de la propuesta de convenio concursal (art. 139); y de la Ley N° 18.627, que prevé el régimen de la emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones (arts. 69-72)<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> ANGELICI, “Appunti sull’art. 2.346 CC”, cit., p. 175 y ss.; CUESTA RUTE, “El aumento y reducción del capital social”, cit., p. 201 y ss. GALÁN LÓPEZ, “El aumento del capital por compensación de créditos”, cit., p. 435 y ss.; MONTANARI, “L’aumento di capitale mediante compensazione”, cit., p. 999 y ss.; TARANTINO, “Aumento di capitale mediante conferimento”, cit., ps. 894-895.

<sup>6</sup> Vé. LAPIQUE, *El capital de las sociedades anónimas*, cit., p. 54; RODRÍGUEZ OLIVERA - LÓPEZ RODRÍGUEZ, *Manual de Derecho Comercial*, cit., vol. 4, t. 3, p. 66; PÉREZ RAMOS, *Capital integrado de las sociedades anónimas*, cit., p. 104.

<sup>7</sup> Con anterioridad a esta ley, la propia Ley N° 16.060 ya preveía la emisión de obligaciones convertibles en acciones (art. 442). Lo mismo hizo nuestra primera Ley de mercado de valores N°

Por lo tanto, durante la vida de la sociedad, no encontramos impedimento legal alguno para que los aumentos de capital se realicen a través de la capitalización de pasivos. La desaparición de un pasivo por transformarse el mismo en capital produce el mismo efecto patrimonial que el aporte de un activo. En ambos casos estamos en presencia de un aumento del patrimonio neto de la sociedad<sup>8</sup>. En ambos casos se produce, además, una transferencia de valor a favor de la sociedad, que tiene como contrapartida el otorgamiento de derechos de socio al aportante por el valor incorporado al patrimonio social<sup>9</sup>.

### **3. La capitalización de pasivos es un aporte dinerario.**

Nuestra LSC distingue entre aportes de capital dinerarios y no dinerarios, imponiendo para estos últimos un régimen especial de evaluación (art. 64). También regula en forma especial el régimen de aportación de créditos, disponiendo que el socio aportante deberá asegurar el cobro de los mismos, por lo que deberá aportar una suma de dinero equivalente, si los mismos no pudieran ser cobrados a su vencimiento (art. 60)<sup>10</sup>. Sin embargo, la ley no regula el régimen de aporte de créditos contra la propia sociedad receptora del aporte.

Consideramos que, admitida en nuestro derecho la capitalización de pasivos –es decir, al aporte de capital a través de la transferencia de créditos del suscriptor contra la sociedad–, corresponde interpretar la normativa societaria en consonancia con las especiales características del valor aportado.

En primer lugar, resulta claro que la capitalización de un pasivo constituye un aporte dinerario. El bien aportado es una suma de contenido dinerario que la sociedad adeuda al suscriptor de capital; a cambio de su renuncia a percibir esta suma, la sociedad reconoce al acreedor la calidad de socio o accionista. En consecuencia,

---

16.749 de 1996 (arts. 35-38). Vé. OLIVERA GARCÍA, “Régimen de los debentures u obligaciones negociables”, cit., ps. 105-106 y anexo; también: OLIVERA GARCÍA - FODERÉ – SANGUINETTI, *Ley de mercado de valores y obligaciones negociables*, cit., p. 133.

<sup>8</sup> OLIVERA GARCÍA, “El patrimonio social”, cit., p. 14 y ss.

<sup>9</sup> La capitalización de pasivo resulta admitida expresamente por la legislación italiana (art. 2440 Codice Civile), francesa (art. L225-128 Code de Commerce) y española (art. 301, Decreto legislativo 1/2010, texto refundido de la ley de sociedades de capital).

<sup>10</sup> Vé. HALPERIN – OTAEGUI, *Sociedades Anónimas*, p. 239; ZALDÍVAR - MANÓVIL – RAGAZZI - ROVIRA, *Cuadernos de Derecho Societario*, cit., vol. I, ps. 216-217; CABANELLAS DE LAS CUEVAS, *Derecho Societario. Parte general*, cit., vol. 5, p. 650 y ss.; ARAYA, “El capital social: bienes aportables”, cit., p. 27 y ss.; ROITMAN, *Ley de Sociedades Comerciales*, cit., t. II, p. 33 y ss.; MOLINA SANDOVAL, *Régimen societario*, cit., t. II, p. 713 y ss.

no puede sostenerse que estemos en presencia de un aporte en especie, por lo que no resultarán de aplicación ninguna de las normas societarias que disciplinan éstos<sup>11</sup>.

En segundo lugar, tampoco estamos en presencia de un aporte de créditos. El derecho de crédito que el suscriptor de capital tiene contra la sociedad se extingue en el mismo acto del aporte<sup>12</sup>, por lo que resulta absolutamente inaplicable la normativa contenida en el art. 60 de la LSC. Esta norma parte del supuesto de un crédito que permanece vigente luego del aporte y respecto de cuyo cobro puede existir incertidumbre. Esto claramente no ocurre con la capitalización de pasivos, donde el crédito existe contra la propia sociedad y se extingue en el mismo acto del aporte, produciendo un incremento en el patrimonio social por el importe del mismo.

Como se ha afirmado con singular acierto por la más calificada doctrina: sería un absurdo que la sociedad y el suscriptor recibieran con una mano lo que habrían de entregar con la otra<sup>13</sup>.

#### **4. Aumento real y aumento nominal de capital.**

Cuando se analiza el régimen de aumento de capital social, es tradicional que se realice la distinción entre aumento real y aumento nominal de capital. Esta es, sin ningún lugar a dudas, la distinción primera y más importante cuando analizamos el aumento del capital social.

Se entiende por aumento real aquel aumento del capital social que implica simultáneamente un incremento patrimonial para la sociedad. En cambio, el aumento nominal es aquel que no implica un incremento patrimonial. Este último se realiza por capitalización de otros rubros patrimoniales y da lugar a la emisión de acciones liberadas que se distribuyen entre los accionistas<sup>14</sup>. Como expresa

---

<sup>11</sup> Así lo han entendido la doctrina y jurisprudencia francesas: HEMARD - TERRE - MABILAT, *Sociétés Commerciales*, cit., t. II, p. 392.

<sup>12</sup> Vé. OLIVENCIA. M., “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código de comercio”, Anuario de Derecho Civil, vol. 11, Madrid, 1958, Nº 3, p. 805 y ss.

<sup>13</sup> ANGELICI, “Appunti sull’art. 2.346 CC”, cit., ps. 178 y 181.

<sup>14</sup> Vé. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, cit., vol. II, ps. 309-310; BRUNETTI, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, cit., tomo II, p. 643 y ss.; DE GREGORIO, *De las Sociedades*, cit., p. 653; GALGANO, *Società per Azioni*, cit., p. 326 y ss.; HEMARD - TERRE - MABILAT, *Sociétés Commerciales*, cit., t. II p. 337 y ss.; RIPERT - ROBLOT, *Traité élémentaire de Droit Commercial*, cit., t. I, p. 1051 y ss.; RUBIO, *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., p. 59 y ss.; CUESTA RUTE, J.M., “El aumento y reducción del capital social”, cit., p. 187; FARINA, *Tratado de Sociedades*

Garrigues<sup>15</sup>, cuando una sociedad decide aumentar su capital, puede proponerse o bien aumentar efectivamente su patrimonio productivo mediante la aportación de nuevos elementos patrimoniales (aumento efectivo de capital), o bien aumentar sencillamente la cifra del capital, pero sin necesidad de ingresar nuevos elementos patrimoniales; o sea, mediante un simple traspaso de cuentas en el balance (aumento puramente contable de capital).

Esta distinción es sustancial en la regulación societaria, ya que el aumento real de capital tiene la potencialidad de incidir tanto en el valor absoluto de cada tenencia accionaria como en la participación relativa del accionista en la sociedad. Esto provoca que, frente al aumento real de capital, se despliegue un abanico de mecanismos de protección jurídica: revalorización de las participaciones, integración sobre la par, derecho de preferencia, derecho de receso.

Ninguno de estos mecanismos de protección resulta necesario en los casos de aumento nominal de capital, donde la capitalización de rubros patrimoniales ya existentes (ajustes al patrimonio, primas de emisión, reservas, utilidades) se traduce en la emisión de acciones liberadas, las cuales son distribuidas entre los accionistas a prorrata de su respectiva tenencia de acciones, manteniendo tanto el valor absoluto de la participación social como su participación porcentual en el capital (valor relativo).

Trasladando esta distinción conceptual al ámbito de la capitalización de pasivos, no pueden existir dudas de que nos encontramos frente a un aumento real de capital. El pasivo no integra el patrimonio neto de la sociedad. La cancelación del pasivo y su aporte como capital producen el efecto de un aumento del patrimonio neto<sup>16</sup>.

Esto determina que, como ocurre en todos los aumentos reales de capital, la capitalización de pasivos habrá de estar sujeta a la aplicación de los mecanismos de protección establecidos por la ley societaria.

---

*Comerciales*, cit., t. II-B, p. 240 y ss; OLIVERA GARCÍA, R., “El perverso régimen de aumento real de capital”, p. 67 y ss.; LAPIQUE, *El capital de las sociedades anónimas*, cit., p. 48 y ss.; RODRÍGUEZ OLIVERA - LÓPEZ RODRÍGUEZ, *Manual de Derecho Comercial*, cit., vol. 4, t. 3, p. 61 y ss.; PÉREZ RAMOS, *Capital integrado de las sociedades anónimas*, cit., p. 119 y ss.

<sup>15</sup> GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, ps. 264-265.

<sup>16</sup> En el mismo sentido: GALÁN LÓPEZ, “El aumento del capital por compensación de créditos”, cit., p. 448; VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 2<sup>a</sup> ed., Barcelona: Bosch, 1989, p. 148; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Aumento y reducción de capital”, cit., p. 381.

Alguna doctrina ha planteado discrepancias, considerando que nos hallamos en presencia de un aumento nominal de capital<sup>17</sup>, en tanto que otros han opinado que nos hallamos en presencia de una operación híbrida, que no podría ser ubicada en ninguna de ambas categorías<sup>18</sup>. Ambas posiciones resultan equivocadas.

Si partimos del supuesto conceptual de que nos hallamos en presencia de un aumento real de capital cuando el mismo va acompañado de un aumento del patrimonio social, no pueden existir dudas de que la capitalización de un pasivo representa un aumento patrimonial. El patrimonio neto de la sociedad se determina por la diferencia entre activos y pasivos, por lo que el incremento patrimonial de la sociedad se produce tanto cuando se aumenta el activo social (por nuevos aportes) como cuando se reduce el pasivo social (por capitalización del mismo). La circunstancia de que no ingresen bienes o derechos al activo social no permite sostener que no exista, por esta circunstancia, un incremento patrimonial<sup>19</sup>.

Tampoco resulta sostenible la tesis de que nos encontramos en una situación híbrida, no comprensiva en los conceptos de aumento real y de aumento nominal. Estas categorías son conceptualmente excluyentes: o el aumento de capital implica un incremento patrimonial o no lo hace; *tertium non datur*. No cabe lógicamente una tercera opción. En el caso bajo análisis, no pueden existir dudas de que la capitalización de un pasivo implica un incremento patrimonial, por lo que la tesis de la categoría híbrida debe ser rechazada.

Por lo tanto, debe considerarse que el aumento de capital por capitalización de pasivos es un aumento real de capital y, a partir de esta conclusión, corresponde aplicar al mismo los mecanismos protectores que, para estos casos, consagra la ley societaria.

## **5. Naturaleza jurídica de la operación.**

Como vimos, al regular las limitaciones al derecho de preferencia del accionista, nuestra LSC incluye la hipótesis de las acciones “que se den en pago de obligaciones preexistentes” (art. 330). Igual redacción contiene la ley argentina N° 19.550 (art. 197). Es decir que, para ambas leyes, parecería que el negocio de capitalización de pasivos tendría la naturaleza de una dación en pago.

---

<sup>17</sup> URIA, *Derecho Mercantil*, cit., p. 378.

<sup>18</sup> CUESTA RUTE, “El aumento y reducción del capital social”, cit., p. 201.

<sup>19</sup> Vé. OLIVERA GARCÍA, “El patrimonio social”, cit., p. 14 y ss.

Sin embargo, esta tesis no parece sostenible. En la capitalización de pasivos, la sociedad no le paga al acreedor cuando éste deviene titular de acciones. La dación en pago es un negocio solutorio: el bien se entrega en calidad de pago (*animus solvendi*)<sup>20</sup>. Un caso claro de dación en pago en materia societaria es la adjudicación de bienes en pago de las participaciones sociales en el proceso de liquidación (art. 178 inc. 3)<sup>21</sup>. En esta situación, la sociedad cancela la obligación que tiene con el socio o accionista a través de la entrega al mismo en pago de bienes propiedad de la sociedad. Esto no ocurre en el caso de capitalización de pasivos, donde no existe ninguna transferencia dominial de la sociedad al acreedor. Si bien éste cancela su crédito contra la sociedad, el vínculo no se extingue, ya que el titular del mismo cambia su calidad de acreedor por la de socio. Por lo tanto, la tesis de la dación en pago debe ser rechazada.

En la doctrina<sup>22</sup> y en el derecho comparado se ha planteado la tesis de la compensación. Se sostiene que, en la medida que la suscripción de capital determina el surgimiento de un crédito de la sociedad contra el socio suscriptor, si éste es al mismo tiempo acreedor social, debería considerarse que ambas obligaciones se extinguieren por compensación.

En el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital española (Real Decreto Legislativo 1/2010)<sup>23</sup> se regula la capitalización de pasivos como “aumento por compensación de créditos” (art. 301)<sup>24</sup>, aun cuando luego regula el “aumento por

---

<sup>20</sup> MIRANDA, “Dación en pago y compraventa”, cit., p. 388; BERDAGUER, *Fundamentos*, cit., t. II, p. 395.

<sup>21</sup> Vé. CÁMARA, H., *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Buenos Aires: TEA, 1959, ps. 526-527; ZALDÍVAR – MANOVIL – RAGAZZI – ROVIRA, *Cuadernos de Derecho Societario*, cit., vol. IV, p. 387; ZUNINO, J., *Sociedades comerciales. Disolución y liquidación*, cit., t. 2, ps. 458-459.

<sup>22</sup> SIMONETTO, “Prestazione del socio e compensazione”, cit., p. 255; GALÁN LÓPEZ, “El aumento del capital por compensación de créditos”, cit., p. 446; MAMBRILLA RIVERA, “El aumento de capital por compensación de créditos”, cit., p. 356.

<sup>23</sup> La solución fue introducida a la normativa societaria española por el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (art. 156.1). La Ley de sociedades anónimas de 1951 sólo preveía la conversión de obligaciones en acciones (art. 95).

<sup>24</sup> El art. 301 (aumento por compensación de créditos), en su numeral 1 dispone lo siguiente: “Cuando el aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada se realice por compensación de créditos, éstos habrán de ser totalmente líquidos y exigibles. Cuando el aumento del capital de la anónima se realice por compensación de créditos, al menos, un veinticinco por ciento de los créditos a compensar deberán ser líquidos, estar vencidos y ser exigibles, y el vencimiento de los restantes no podrá ser superior a cinco años”.

conversión de obligaciones” (art. 302)<sup>25</sup>. Es decir que, cuando el aumento de capital se realiza por capitalización de cualquier tipo de pasivos (salvo los derivados por la emisión de obligaciones), el negocio se denomina “compensación”. En cambio, cuando se trata de la capitalización de pasivos derivados de la emisión de obligaciones, la ley habla de “conversión”.

En el mismo sentido, el *Code de Commerce* francés prevé que, en caso de aumento de capital de sociedades anónimas, las nuevas acciones serán desembolsadas mediante numerario, “por compensación de créditos líquidos y exigibles a la sociedad”, por aportes en especie, por incorporación de reservas, beneficios o primas de emisión, o como consecuencia de una fusión o escisión (art. L 225-128)<sup>26</sup>.

En el derecho comercial francés, la tesis de la compensación en el caso del aumento de capital por transformación del pasivo social en acciones tiene su génesis en los estudios de *Thaller*<sup>27</sup>, seguidos por la jurisprudencia de la Corte de Casación, la cual equipara los aportes por compensación a aquellos de numerario<sup>28</sup>. Si bien esta tesis no resultó recogida ni por la ley de 1867 ni por la de 1937, se trató siempre de un criterio generalmente aceptado por la doctrina.

La tesis de la compensación de créditos también ha sido seguida por parte de la doctrina italiana, la cual sostiene que corresponde la compensación, salvo renuncia explícita o implícita del suscriptor de capital a la misma<sup>29</sup>. Esta posición no está exenta de críticas, ya que se ha sostenido que, mientras la aportación grava al socio *uti socius*, el crédito que se desea liberar mediante compensación le corresponde

---

<sup>25</sup> El art. 302 (aumento por conversión de obligaciones) dispone lo siguiente: “Cuando se aumente el capital por conversión de obligaciones en acciones, se aplicará lo establecido en el acuerdo de emisión de las obligaciones”.

<sup>26</sup> Refiriéndose a la emisión de nuevas acciones, en caso de aumento de capital, el art. L 225-128 expresa: “Ils sont libérés soit par apport en numéraire y compris par compensation avec des créances liquides et exigibles sur la société, soit par apport en nature, soit par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, soit en conséquence d'une fusion ou d'une scission”. Esta norma tiene su fuente en el art. 178 pár. 2º de la Ley Nº 66-537 de 1966.

<sup>27</sup> THALLER, “De l'augmentation du capital par transformation en actions”, cit., p. 177 y ss.

<sup>28</sup> Vé. HEMARD - TERRE - MABILAT, *Sociétés Commerciales*, cit., t. II, p. 390 y ss.; DIDIER – DIDIER, *Droit Commercial*, cit., t. 2, ps. 492-493; LE CANNU – DONDERO, *Droit des sociétés*, cit., p. 782.

<sup>29</sup> MONTANARI, “L'aumento di capitale mediante compensazione”, cit., p. 1012; SIMONETTO, “Prestazione del socio e compensazione”, cit., p.255.

*uti tertius*, lo que supone que ambas relaciones, al provenir *ex dispari causa*, no admitirían compensación<sup>30</sup>.

Consideramos que la teoría de la compensación, más allá de su recepción expresa por la legislación comparada, no define adecuadamente la naturaleza del instituto. La compensación está regulada en nuestro derecho como una forma de extinción de las obligaciones, por la cual dos sujetos que sean a la vez deudores y acreedores recíprocos, extinguén simultánea y recíprocamente sus respectivas obligaciones hasta el monto concurrente de la menor de las dos. En el caso de deudas líquidas, exigibles y personales, la extinción se produce de pleno derecho, recibiendo la denominación de “compensación legal” (art. 977 C. Co., art. 1499 C.C.)<sup>31</sup>. La doctrina admite también la compensación convencional cuando, aun cuando no se cumpliera la totalidad de los requisitos impuestos por la ley, existiera una convención entre las partes, acordando la extinción de las deudas recíprocas<sup>32</sup>.

Como habrá de verse más adelante, la capitalización de pasivos no requiere que estemos en presencia de deudas líquidas y exigibles, por lo que aun los pasivos no vencidos podrían ser objeto de aporte. Pero la objeción más importante que corresponde realizar a esta tesis es que la misma parte de la realización de una simulación: que el aportante de un pasivo se compromete previamente a realizar un aporte de numerario. Como se ha dicho con acierto<sup>33</sup>, esta suposición no refleja correctamente la mecánica del procedimiento.

Quienes describen la capitalización de pasivos como un aporte por compensación parten de una interpretación distorsionada del negocio. El negocio de aumento de capital por capitalización de pasivos no supone un acuerdo entre el acreedor y la sociedad de realizar una previa suscripción de capital, para compensar luego el crédito generado por la sociedad contra el suscriptor con la deuda que mantiene frente al mismo. Si bien se trata de una construcción ingeniosa, la misma no refleja el real contenido del negocio. En la capitalización de pasivos existe un acuerdo entre la sociedad y el acreedor por el cual ambos consienten que éste mude su condición de acreedor por la de socio. Este negocio no pasa por la condición de que el acreedor suscriba previamente capital y luego compense, sino que existe una

---

<sup>30</sup> FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 335.

<sup>31</sup> BERDAGUER, *Fundamentos del Derecho Civil*, cit., t. IV, p. 129 y ss.; GAMARRA, “Extinción de las obligaciones”, cit., p. 303 y ss.; CAFFERA, *Obligaciones*, cit., p. 520 y ss.

<sup>32</sup> PEIRANO FACIO, *Curso de Obligaciones*, cit., t. VI, p. 178; BERDAGUER, *Fundamentos del Derecho Civil*, cit., t. IV, p. 151.

<sup>33</sup> SÁNCHEZ CALERO, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, cit., p. 325.

transferencia de valor del acreedor a la sociedad como contrapartida de la cual ésta habrá de reconocerle una participación social. No existen dos negocios jurídicos concatenados, sino un solo y único negocio de aporte.

Otro sector de la doctrina<sup>34</sup> ha buscado la naturaleza de la capitalización de pasivos en la confusión, causal de extinción del pasivo que se produciría como consecuencia de devenir la sociedad en cesionaria de un crédito contra sí misma<sup>35</sup>. Si bien esta posición pretende explicar la causa de extinción del pasivo capitalizado, omite brindar una explicación satisfactoria para el negocio previo: el tránsito de la posición jurídica de acreedor a la posición jurídica de socio.

Consideramos que la naturaleza jurídica del negocio de capitalización de pasivos habrá de buscarse en la novación<sup>36</sup>. La novación supone la sustitución de una nueva obligación a la antigua que queda extinguida (art. 996 C. Co., art. 1525 C.C.). La capitalización de pasivos es un negocio jurídico celebrado entre el acreedor y la sociedad en el cual ambas partes acuerdan mudar la posición jurídica de acreedor por la de socio o accionista. El acuerdo de capitalización de un pasivo constituye una manifestación inequívoca del *animus novandi* que caracteriza al negocio (art. 999 C. Co., art. 1530 C.C.). Existe una conexión negocial entre el negocio extintivo de la deuda de la sociedad con el acreedor y el negocio constitutivo de un vínculo societario socio de éste con aquélla.<sup>37</sup>

El contrato de aporte derivado de un aumento de capital es un negocio bilateral entre el socio y la sociedad. En consecuencia, nada impide que la sociedad pacte sobre la prestación del socio novando una relación obligacional previa de éste con la sociedad. La circunstancia de que se trate de dos vínculos obligacionales de diferente contenido (derecho de crédito, en el primer caso, y plexo de derechos que forman el estatuto jurídico de socio, en el segundo) no es obstáculo para que pueda existir novación de una relación obligacional por la otra.

Por lo tanto, consideramos que la novación es la expresión jurídica que mejor se adapta a la capitalización de pasivos sociales. Surge naturalmente de la relación negocial trabada y no requiere acudir a ficciones legales para explicarla.

---

<sup>34</sup> OLIVENCIA, “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código de comercio”, cit., p. 822.

<sup>35</sup> Vé. BERDAGUER, *Fundamentos del Derecho Civil*, cit., t. IV, p. 165 y ss.

<sup>36</sup> CUESTA RUTE, “El aumento y reducción del capital social”, p. 204; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Aumento y reducción de capital”, p. 381;

<sup>37</sup> Vé. CARIOTA FERRARA, *El negocio jurídico*, cit., p. 265.

## 6. ¿Todos los pasivos pueden capitalizarse?

El concepto de “pasivo” resulta elaborado por la ciencia contable, que tradicionalmente ha considerado que una entidad tiene un pasivo (una obligación presente) cuando, con motivo de un hecho ya ocurrido, está obligada a entregar activos o a prestar servicios a otra persona, física o jurídica, y no puede eludir esa responsabilidad<sup>38</sup>. Constituyen pasivos las obligaciones que tenga la sociedad frente a terceros, resulten las mismas cancelables mediante el pago de numerario, en moneda nacional o extranjera, por la entrega de bienes o por la prestación de servicios.

Los pasivos son corrientemente clasificados, a efectos de su exposición contable, en pasivos “corrientes” y “no corrientes”. Se consideran pasivos corrientes a los ya vencidos y los que vencerán dentro de los doce meses siguientes. En cambio, se consideran pasivos no corrientes a aquellos cuya fecha de vencimiento supera el plazo de doce meses<sup>39</sup>.

Se ha acuñado además el concepto de “pasivos contingentes”, los cuales corresponderían a obligaciones posibles a ser confirmadas sólo por la ocurrencia – o falta de ocurrencia– de uno o más hechos futuros inciertos<sup>40</sup>. Se trata de un tema debatido en la doctrina contable, estando las posiciones divididas entre los que proponen el concepto “todo o nada” (o es pasivo o no lo es) y los que proponen un reconocimiento proporcional del mismo en función de la probabilidad de su ocurrencia. Para la primera de las posiciones expuestas, el concepto de pasivo contingente debería ser evitado<sup>41</sup>. El caso más claro de pasivo contingente es el que resulta de la existencia de una reclamación por un tercero contra la sociedad, en vía judicial o arbitral, cuya exigibilidad dependerá del resultado final del procedimiento jurisdiccional en curso.

Consideramos que todos los pasivos sociales pueden ser capitalizados, se encuentren los mismos vencidos o no vencidos, sean corrientes o no corrientes, resulten cancelables con el pago de una suma de dinero, con entrega de bienes o con la prestación de servicios. En todos los casos, los mismos representan un valor

---

<sup>38</sup> FOWLER NEWTON, *Cuestiones contables fundamentales*, cit., ps. 111-112.

<sup>39</sup> FOWLER NEWTON, *Cuestiones contables fundamentales*, cit., p. 115.

<sup>40</sup> FOWLER NEWTON, *Cuestiones contables fundamentales*, cit., p. 194.

<sup>41</sup> FOWLER NEWTON, *Cuestiones contables fundamentales*, cit., p. 198.

económico para la sociedad, cuya extinción se traduce en un incremento patrimonial para la misma. También podrán capitalizarse los pasivos contingentes, en la medida que haya mediado previamente por parte de la sociedad un reconocimiento del adeudo o una transacción, que remueva la incertidumbre sobre la situación y lo transforme en un pasivo cierto.

Para quienes sostienen que la capitalización de pasivos constituye un fenómeno de compensación, la capitalización de pasivos sólo podría proceder en el caso de obligaciones de pago de dinero, debiendo tratarse además de obligaciones líquidas y exigibles al momento de la capitalización<sup>42</sup>. El *Code de Commerce* francés, que se afilia a la tesis de la compensación, resulta congruente aceptando la capitalización de pasivos cuando que se trate de créditos líquidos y exigibles respecto de la sociedad (L 225-128). En cambio, la Ley de Sociedades de Capital española, también afiliada al mismo criterio, exige solamente que “*al menos, un veinticinco por ciento de los créditos a compensar deberán ser líquidos, estar vencidos y ser exigibles, y el vencimiento de los restantes no podrá ser superior a cinco años*” (art. 301).

Como expresamos antes, la capitalización de pasivos por compensación supone crear una ficción legal innecesaria y limitante, que mueve a la adopción de técnicas legislativas cuestionables. Nuestro derecho no impone al intérprete el criterio de la compensación, siendo mucho más lógico incluir el instituto de la novación de obligaciones.

La capitalización de un pasivo supone la liberación por parte de la sociedad de una obligación de contenido económico, valuada monetariamente en sus estados contables, circunstancia que le provoca un incremento patrimonial. Este incremento patrimonial tiene como contrapartida el otorgamiento al acreedor aportante el estatuto jurídico de socio. Toda obligación cierta de la sociedad que cumpla con este requerimiento resultará capitalizable, a condición de que la misma cumpla con los requisitos necesarios para ser considerada como pasivo.

## **7. Valuación de los pasivos.**

La cuestión de cuánto vale el pasivo aportado también ha despertado la preocupación de la doctrina. Estrictamente, para la sociedad que recibe el aporte,

---

<sup>42</sup> HEMARD - TERRE - MABILAT, *Sociétés Commerciales*, cit., t. II, p. 390 y ss.; DIDIER – DIDIER, *Droit Commercial*, cit., t. 2, ps. 492-493; MONTANARI, “L’incremento di capitale mediante compensazione”, cit., p. 1012; SIMONETTO, “Prestazione del socio e compensazione”, cit., p. 255; MAMBRILLA RIVERA, “El aumento de capital”, cit., ps. 392-393.

el pasivo capitalizado tiene el valor de la obligación que ésta mantiene frente al acreedor.

En este sentido, no es legítimo sostener que, en aquellos casos de dificultad económica de la sociedad, el pasivo tiene para la sociedad un valor inferior al importe adeudado, como consecuencia de la incertidumbre para el acreedor de su propio cumplimiento. Podría ocurrir que, si el acreedor, en lugar de capitalizar su crédito, decidiera negociar el mismo en el mercado, percibiera del cesionario un precio inferior al monto de su crédito. Esto ha llevado a alguna doctrina<sup>43</sup> a sostener que los créditos contra la sociedad deben ser aportados por su valor real o valor de mercado.

No compartimos este criterio. No es pertinente que la sociedad considere que un pasivo tenga un valor menor que el monto de la obligación que la propia sociedad reconoce al aceptarlo como un pasivo. No puede perderse de vista que, en el caso de capitalización, el acreedor no estará cobrando su crédito sino novando su vínculo con la sociedad, manteniendo el riesgo de la sociedad como contraparte contratante. Sin perjuicio de esto, nada obsta a que, en el contrato de aporte celebrado entre la sociedad y el socio, éste consienta en realizar una quita en el importe de su crédito.

Como expresamos antes, la capitalización de pasivos constituye un aporte dinerario, no un aporte en especie. Siguiendo la metáfora de Angelici<sup>44</sup>, se trata de una situación similar a aquella en la cual la sociedad estuviera recibiendo con una mano lo que estuviera entregando con la otra. En cuanto aporte de numerario, no habrá de requerir valuación de especie alguna.

Incluso quienes han sostenido que la capitalización de pasivos es un aporte *in natura* se han apresurado luego a aclarar que, en caso de su capitalización, el mismo debe ser considerado por el monto del crédito capitalizado<sup>45</sup>.

Un tema importante es el planteado en el caso de capitalización de pasivos no vencidos. En este caso, es claro que la sociedad mantiene con el acreedor una deuda por un importe cierto. No obstante, la exigibilidad de este crédito se encuentra

---

<sup>43</sup> GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, p. 307.

<sup>44</sup> ANGELICI, “Appunti sull’art. 2.346 CC”, cit., ps. 178 y 181.

<sup>45</sup> GALÁN LÓPEZ, “El aumento del capital por compensación de créditos”, cit., p. 451.

diferida en el tiempo, lo cual implica que deba considerarse el valor tiempo del dinero.

En este caso, consideramos que el importe de este pasivo deberá ser considerado por su valor presente. La ciencia de las finanzas de empresas ha analizado, con singular agudeza, la cuestión del valor tiempo del dinero<sup>46</sup>. No resulta económicamente indiferente para un acreedor recibir el pago de su crédito hoy o hacerlo en un momento futuro. Razones de riesgo y de rentabilidad determinan que no exista coincidencia entre el valor futuro y el valor presente de un crédito.

Si bien, como dijimos antes, debe descartarse en este caso la valoración del riesgo crediticio, en atención a que estamos en presencia de un negocio de novación, deberá tomarse en cuenta la rentabilidad perdida en el caso de un crédito futuro, lo cual incide en el monto del crédito a capitalizar.

En nuestro régimen jurídico, el principio general es que el plazo de las obligaciones se presume siempre otorgado en favor del deudor y del acreedor, salvo convención en contrario o de las circunstancias especiales del caso (art. 249 C.Co., art. 1436, C.C.). Esto determina que, así como el deudor no está obligado al cumplimiento de su obligación antes del plazo estipulado, el acreedor tampoco se encuentra obligado a recibir el pago antes del vencimiento<sup>47</sup>. Bajo esta interpretación, podría entenderse que el deudor que paga anticipadamente (en este caso la sociedad) lo hace a su propio riesgo, no pudiendo deducir interés alguno del importe pagado.

Sin embargo, existen en nuestro derecho otras soluciones diferentes. Por ejemplo, en materia de promesas de enajenación de inmuebles a plazos, la Ley N° 8.733 de 1931 establece que el plazo para el pago del precio es en beneficio del deudor, el cual podrá renunciar a él en cualquier momento, pagando total o parcialmente el saldo con derecho al descuento racional compuesto al tipo de interés legal del 6% anual (art. 36)<sup>48</sup>. Del mismo modo, en materia de títulos valores, el Decreto-Ley N° 14.701 de 1977 establece que, en caso de quiebra del girado de una letra de cambio, los demás obligados cambiarios (librador, endosantes, avalistas) podrán diferir el pago al vencimiento o abonar el importe, con descuento de los intereses

---

<sup>46</sup> PASCALE, *Decisiones financieras*, cit., p. 35 y ss.

<sup>47</sup> BLENGIO, “El plazo como elemento del contrato”, cit., p. 179; BERDAGUER, *Fundamentos de Derecho Civil*, cit., t. IV, ps. 85-86; GAMARRA, “Elementos accidentales”, cit., p. 226.

<sup>48</sup> GAMARRA, *Tratado de Derecho Civil Uruguayo*, cit., t. IV, ps. 227-228.

por el tiempo que falte para su vencimiento (art. 104)<sup>49</sup>, recogiendo la solución establecida antes por el Código de Comercio (art. 846)<sup>50</sup>.

En el caso específico de la capitalización de un pasivo social debe entenderse que nos encontramos en una de esas situaciones especiales a las cuales se refiere la ley (art. 249 C.Co., art. 1436, C.C.). El monto por el cual vaya a tomarse el pasivo capitalizado habrá de incidir en los derechos de los demás socios o accionistas. En consecuencia, consideramos que en el caso de un pasivo no vencido, salvo consentimiento unánime de éstos, el mismo solamente podrá ser capitalizado por su valor presente, con descuento del interés a devengarse hasta su vencimiento.

## **8. Requisitos de la capitalización.**

En la medida que la capitalización de pasivos representa un aumento real de capital, como solución de principio, la misma se encuentra sujeta a todos los requisitos protectores establecidos por la ley en tales casos, con la finalidad de salvaguardar los intereses en juego.

No es objeto de este trabajo analizar el régimen general de aumento real de capital en nuestro régimen societario, sin perjuicio de lo cual es importante pasar revista a alguno de los principales problemas que el mismo plantea, los cuales habrán igualmente de suscitarse respecto del aumento real por capitalización de pasivos.

*En primer lugar*, la decisión de capitalización del pasivo, como todo aumento del capital integrado de la sociedad, debe ser resuelta por los socios, reunidos en al órgano decisor correspondiente. En las sociedades de tipo personal, incluidas las limitadas, requerirá una reforma del contrato social, adoptada por la reunión de socios o por la asamblea de socios, según los casos<sup>51</sup>. En las sociedades anónimas, la decisión de aumento del capital integrado –exista o no margen de capital contractual a integrar– deberá ser adoptada por la asamblea extraordinaria, la cual requerirá el voto conforme de accionistas que representen la mayoría del capital con

---

<sup>49</sup> PÉREZ FONTANA, *Títulos-valores. Obligaciones cartulares*, t. III, p. 206.

<sup>50</sup> ROCCA. *Curso de Derecho Comercial*, cit., p. 898.

<sup>51</sup> En las sociedades colectivas, en comandita y de capital e industria, se requerirá el consentimiento unánime de los socios, salvo pacto en contrario (arts. 208, 213 y 219, LSC). En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, la decisión será tomada en reunión o en asamblea de socios. Requerirá unanimidad si la sociedad fuera de cinco socios o menos, mayoría si fuera de más de cinco y menos de veinte socios, y se aplicará el régimen previsto para las anónimas, en caso de más de veinte socios (art. 240 inc. 2).

derecho a voto (art. 356)<sup>52</sup>. La mala redacción de la ley societaria ha motivado, empero, la existencia de posiciones disidentes<sup>53</sup>.

Sin perjuicio de esto, no es correcto afirmar que la resolución de la asamblea extraordinaria de accionistas que resuelve el aumento del capital integrado sea un acto de gobierno de la sociedad<sup>54</sup>. El aumento de capital integrado –sea éste por nuevos aportes o por la capitalización de pasivos– es una decisión de financiamiento de la sociedad y, como tal, un acto de administración que implica el cumplimiento del objeto social<sup>55</sup>. La circunstancia de que sea adoptada por la asamblea de accionistas no le priva de su calidad de acto de administración. Como tal, los soportes del órgano estarán alcanzados por los mismos deberes fiduciarios de lealtad y diligencia que establece la ley para los administradores sociales<sup>56</sup>.

*En segundo lugar*, en el caso de las sociedades anónimas, habrá de preservarse el derecho del accionista al valor absoluto de su participación, aplicando el régimen establecido por el art. 287 de la LSC. Esta norma, cuya técnica legislativa hemos reiteradamente criticado<sup>57</sup>, dispone que “[n]o se podrá resolver el aumento de capital social por nuevos aportes sin haber actualizado previamente el activo y del pasivo según balance especial que se formulará al efecto, capitalizando el aumento patrimonial así como las reservas existentes, siempre que no tengan afectación especial”.

---

<sup>52</sup> En el mismo sentido: MILLER, “Aumento del capital integrado en la sociedad anónima”, cit., ps. 138-139; PÉREZ RAMOS, *Capital integrado de las sociedades anónimas*, cit., p. 109; LAPIQUE, *El capital de las sociedades anónimas*, cit., ps. 136-137.

<sup>53</sup> La Auditoría Interna de la Nación ha sostenido que el directorio de la sociedad está facultado para resolver el aumento del capital integrado (AUDITORÍA INTERNA DE LA NACIÓN, “El control estatal en la Ley 16.060”, cit., p. 268). RODRÍGUEZ OLIVERA y LÓPEZ RODRÍGUEZ han sostenido que el órgano competente es la asamblea ordinaria de accionistas (*Manual de Derecho Comercial*, cit., vol. 4, t. 3, p. 63). Por su parte, MILLER entiende que, si bien el aumento del capital integrado es competencia de la asamblea extraordinaria de accionistas, la misma puede delegar esta facultad en el directorio (“Aumento del capital integrado en la sociedad anónima”, cit., ps. 138-139).

<sup>54</sup> En contra: OTAEGUI, *Administración societaria*, cit., p. 60; CABANELAS DE LAS CUEVAS, *Derecho Societario. Parte general*, cit., vol. 4, p. 52.

<sup>55</sup> COLOMBRES, *La teoría del órgano en la sociedad anónima*, cit., p. 108.

<sup>56</sup> En el pasado hemos sostenido esta posición: OLIVERA GARCÍA, “Responsabilidad del administrador societario”, cit., ps. 929-930; también en “Los grupos de sociedades en el derecho uruguayo”, cit., ps. 262-263; y en “Autofinanciamiento por enriquecimiento”, cit., p. 208.

<sup>57</sup> OLIVERA GARCÍA, “El capital social de las sociedades anónimas en la Ley de Sociedades Comerciales y en su reglamentación”, cit., p. 40; también “Análisis y perspectivas del concepto de capital social en la Ley de Sociedades Comerciales”, cit., p. 103; y en “El perverso régimen de aumento real de capital”, cit., p. 67.

La referencia que establece la ley al “aumento del capital social por nuevos aportes” debe considerarse comprensiva de los casos de capitalización de pasivos. En todos los casos, el aumento de capital implica la celebración de un contrato de aporte entre la sociedad y el accionista, en virtud del cual éste realiza la aportación a la sociedad de un valor económico como contrapartida del reconocimiento por ésta de una participación en el capital social. A tales efectos, resulta irrelevante que dicho aporte consista en la incorporación de un activo o en la cancelación de un pasivo.

*En tercer lugar*, cuando el valor nominal de las acciones o cuotas de la sociedad resulte inferior al valor real de las mismas<sup>58</sup> y, en el caso de las anónimas, dicha diferencia no resulte compensada por el previo aumento nominal de capital que impone el art. 287, será preceptivo que el aumento de capital sea realizado sobre la par, imponiendo a los aportantes el pago de una prima de emisión. Como hemos expresado en otra oportunidad<sup>59</sup>, la prima de emisión es el importe que los accionistas aportan a la sociedad por sobre el valor nominal de las acciones que suscriben. Si bien la LSC se refiere a la prima de emisión solamente en el caso de las sociedades anónimas (art. 297), su régimen debe considerarse extensivo a todos los tipos sociales en los que las participaciones tengan un valor nominal<sup>60</sup>. Se trata de un régimen tendiente a preservar el derecho del socio o accionista a la preservación del valor absoluto de su participación social, aplicable tanto en el caso de aportes de nuevos activos como de la capitalización de pasivos.

En tal sentido, la doctrina es mayoritaria en sostener el carácter obligatorio de la prima de emisión en todos aquellos casos en los cuales el valor real supera el valor nominal de las participaciones sociales<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Vé. OLIVERA GARCÍA, “El derecho de receso: cinco lustros después”, cit., p. 66 y ss.

<sup>59</sup> OLIVERA GARCÍA, R., “La prima de emisión en el aumento de capital de las sociedades anónimas”, cit., p. 71.

<sup>60</sup> BUGALLO, B., *Sociedades de responsabilidad limitada en el derecho uruguayo*, cit., p. 72.

<sup>61</sup> OLIVERA GARCÍA, “La prima de emisión en el aumento de capital de las sociedades anónimas”, cit., p. 67; LÓPEZ TILLI, “Obligatoriedad de la prima de emisión”, cit., p. 191; LAPIQUE, *El capital de las sociedades anónimas*, cit., p. 81; MILLER, “La emisión de acciones con prima”, cit., p. 67; MILLER, “Responsabilidad de directores y accionistas de una sociedad anónima por la emisión de acciones sin prima”, cit., p. 541; CASANOVA, “La prima de emisión como obligación de la sociedad anónima”, cit., p. 657; PÉREZ RAMOS, “Consecuencias de la omisión de fijar una prima de emisión adecuada en los casos de aumento real de capital de las sociedades anónimas”, cit., p. 573. En contra: MERLINSKI, *Manual de sociedades comerciales*, cit., p. 192; ALFARO, J., “Suspensión o limitación del derecho de preferencia del accionista”, cit., p. 128.

Por último, serán de aplicación a los casos de aumento de capital integrado por capitalización de pasivos los mecanismos protectores del valor relativo de las participaciones sociales: derecho de suscripción preferente y derecho de receso, con las especificidades que para éstos establece la ley.

### **9. Derecho de suscripción preferente y derecho de receso.**

El derecho de preferencia tiene por finalidad preservar el valor relativo de las participaciones sociales, permitiendo que en los casos de aumento de capital social los socios puedan mantener su participación proporcional a través de la realización de nuevos aportes. En el caso de las sociedades anónimas, el mismo es identificado como uno de los derechos fundamentales de los accionistas (art. 319.4).

La ley establece la limitación o suspensión del derecho de preferencia en algunas situaciones, entre las que se incluyen los casos en que las acciones a integrarse “se den en pago de obligaciones preexistentes”, siempre y cuando “el interés de la sociedad lo exija” (art. 330). Es decir que la capitalización de pasivos constituye un tema íntimamente vinculado a la cuestión de la limitación o suspensión de este derecho.

Ha sido lugar común en el derecho comparado exceptuar del reconocimiento del derecho de preferencia los casos de capitalización de pasivos. La Ley de Sociedades de Capital española (Real Decreto Legislativo 1/2010) prevé que el derecho de preferencia sólo se reconoce en el caso de aumentos de capital por aportaciones dinerarias (art. 304), otorgando además a la junta general la posibilidad de suprimir el mismo cuando el interés de la sociedad así lo exija (art. 308). Del juego de ambas normas se ha valido la doctrina<sup>62</sup> para excluir el derecho de preferencia en los denominados por la ley “aumentos por compensación” (art. 301), argumentando que no se trata de aportes dinerarios y que el interés social justifica dicha supresión, dado que se trata de una operación de saneamiento y financiación de la sociedad. Similar régimen establece el *Codice Civile* italiano al regular lo que denomina “diritto di opzione” en los aumentos de capital (art. 2441), fundando también la doctrina su exclusión en su restricción a los aportes de numerario y a la prevalencia del interés social<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> GALÁN LÓPEZ, “El aumento del capital por compensación de créditos”, cit., ps. 458-459; MAMBRILLA RIVERA, “El aumento de capital por compensación de créditos”, cit., ps. 402-403; SAENZ, “Aumento por compensación de créditos”, cit., p. 2231; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., ps. 309-311.

<sup>63</sup> NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione sulle società per azioni*, cit., p. 162 y ss.; FERRI, *Le società*, cit., ps. 927-928; GALGANO, *La società per azioni*, cit., ps. 340-342..

La Ley argentina General de Sociedades Nº 19.550 (art. 197) consagra una solución similar a la LSC, disponiendo que la asamblea extraordinaria de accionistas, por el voto de la mayoría absoluta de los mismos (art. 244 párr. final), puede resolver en casos particulares y excepcionales, cuando el interés de la sociedad lo exija, la limitación o suspensión del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones, siempre que la consideración del tema se incluya en el orden del día y se trate de acciones a integrarse con aportes en especie o que se den en pago de obligaciones preexistentes.

Ya nos referimos con anterioridad (supra, n. 5) a la incorrección de las expresiones utilizadas, tanto por la ley uruguaya como por la ley argentina, cuando identifica la capitalización como una dación en pago. La capitalización de pasivos no produce el resultado solutorio propio del pago, sino que existe una novación, producto de la conexión negocial existente entre el negocio extintivo de la deuda social con el acreedor y el negocio constitutivo del vínculo con el socio.

Sin perjuicio de esta precisión conceptual, la capitalización de pasivos –negocio novatorio– resulta incluida entre las hipótesis en las cuales el legislador autoriza que la sociedad, por decisión mayoritaria de su asamblea de accionistas, pueda limitar o suprimir el derecho de suscripción preferente. La posibilidad de esta decisión está sujeta a que “el interés social lo exija”. La ley argentina dispone además que debe tratarse de “casos excepcionales”, limitante que el legislador uruguayo no estableció.

El polémico concepto de interés social aparece como el requisito indispensable para que pueda limitarse, en estos casos, el derecho de suscripción preferente del accionista. No corresponde realizar en este trabajo un desarrollo del concepto de interés social, al cual nos hemos referido en otras oportunidades<sup>64</sup> y respecto del cual existe además un vasto desarrollo doctrinario<sup>65</sup>. Lo que resulta importante destacar es que, como se ha dicho con acierto<sup>66</sup>, la exigencia de que la decisión se ajuste al interés social representa una expresión carente de contenido, ya que no se traduce en un requisito autónomo para la decisión social de suprimir el derecho

---

<sup>64</sup> OLIVERA GARCÍA, “Grupos de sociedades en el Derecho uruguayo”, cit., p. 265 y ss.; también en “Lucro, sociedad y dividendo”, cit., p. 20 y ss.; y en “Autofinanciamiento por enriquecimiento: cuestión axial del régimen societario”, cit., ps. 211-213.

<sup>65</sup> Vé.: MIGNOLI, “L’interesse sociale”, cit., p. 275 y ss.; JAEGER, *L’interesse sociale*, cit.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “El interés social y varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, cit., p. 1675 y ss.

<sup>66</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 339; CABANELAS DE LAS CUEVAS, *Derecho Societario. Parte general*, cit., vol. 5, p. 363.

de preferencia. El interés social constituye un presupuesto implícito para la validez de toda decisión social asamblearia. Nuestra ley es clara al establecer como causal de impugnación de las resoluciones de asamblea que las mismas fueran lesivas al interés social (art. 365). Poco importa entonces que el aumento de capital se realice por capitalización de pasivos o en cualquier otra forma ya que, en todos los casos, la decisión asamblearia que lo disponga deberá ajustarse al interés social.

La doctrina ha realizado intentos de establecer criterios tendientes a evitar la preconstitución de obligaciones por la sociedad con la finalidad eludir el derecho de preferencia. Así, ha sostenido que, para que se configure la hipótesis de pago de obligaciones preexistentes, debe tratarse de la capitalización de pasivos para sanear el estado financiero de la sociedad y cumplirse el requisito de que la cancelación no pueda obtenerse con la suscripción del aumento por los accionistas preexistentes<sup>67</sup>.

Coincidimos con la preocupación planteada y con el criterio de que, cuando no resulta imperioso acudir a la capitalización del pasivo como forma de lograr su cancelación, no es lícito privar a los accionistas del derecho de suscripción preferente. No existe en este caso una exigencia impuesta por el interés social que permita suspender o limitar este derecho fundamental del accionista.

Sin embargo, de esta afirmación no puede extraerse la conclusión de que solamente pueden capitalizarse pasivos cuando no existe otra forma de cancelar los mismos o cuando puedan cancelarse éstos con un aporte de capital realizado por los accionistas. La capitalización de pasivos es posible siempre. No hace falta una situación de dificultad económica, ni la necesidad de saneamiento financiero de la sociedad. El matiz que se plantea es que, cuando no exista esa imposibilidad de cancelación del pasivo a través de una vía diferente, no será lícito que la sociedad, invocando una exigencia impuesta por el interés social, suspenda o limite el derecho de suscripción preferente del accionista.

El art. 330 dispone en su inciso final que “[L]os accionistas disidentes con derecho de preferencia podrán receder”. Es decir que, ante la suspensión o limitación del derecho de preferencia, los accionistas disidentes con la decisión de capitalización de pasivos tendrán derecho de receso.

El derecho de receso o de separación es otro de los mecanismos creados por la ley societaria con la finalidad salvaguardar el derecho del accionista a preservar su

---

<sup>67</sup> HALPERIN – OTAEGUI, *Sociedades Anónimas*, cit., p. 294.

participación relativa en la sociedad. Es uno de los mecanismos más antiguos de protección de las minorías, consagrado a partir de la superación del criterio contractualista de la unanimidad para la modificación de los pactos sociales<sup>68</sup>. El art. 362 de la LSC, en una mala copia de la ley argentina, consagró el derecho de receso para los casos de aumento de capital social, incluyendo esta norma en una sub-sección que se titula “*De las modificaciones del contrato*”<sup>69</sup> y dando origen a una importante polémica doctrinaria entre quienes sostienen que este derecho se otorga cuando se aumenta el capital contractual<sup>70</sup> o cuando se aumenta el capital integrado<sup>71</sup>. La reforma al art. 362 realizada por la Ley Nº 17.243 del 2000 simplificó el procedimiento de reforma de estatutos por aumento del capital contractual, previó la posibilidad de que los estatutos sociales exceptúen del receso los casos de aumento de capital, y excluyó el receso en los casos de aumento de capital de las sociedades anónimas abiertas que emitan acciones que se coticen en mercados formales (art. 59)<sup>72</sup>.

Sin embargo, ninguno de estos problemas afecta el régimen de derecho de receso establecido por el art. 330 de la LSC. En los casos de aumento de capital en los cuales se excluya el derecho de suscripción preferente, los accionistas disidentes tendrán siempre derecho de receso, aun cuando dicho aumento no suponga la modificación del capital contractual, exista disposición estatutaria en contrario o se trate de una sociedad anónima cotizada. Se trata de una causal de receso autónoma

---

<sup>68</sup> El *Codice di Commercio* italiano de 1882 incorporó el derecho de receso como contrapartida de la facultad otorgada a las mayorías para modificar los estatutos sociales. En el pasado nos hemos referido en varias oportunidades al derecho de receso en los casos de aumento de capital: OLIVERA GARCÍA, *Reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso*, cit., p. 59 y ss.; “El derecho de receso: cinco lustros después”, p. 61 y ss.; “Derecho de receso y protección de los acreedores”, cit., p. 101 y ss.

<sup>69</sup> Debe tenerse presente que, a diferencia de prácticamente todos los regímenes de derecho comparado, el art. 280 de la LSC no exige que el capital social expresado en los estatutos sea completamente suscrito o integrado en el momento de la constitución de la sociedad, ni establece plazos para ello.

<sup>70</sup> RODRÍGUEZ OLIVERA - LÓPEZ RODRÍGUEZ, *Manual de Derecho Comercial*, cit., vol. 4, t. 3, ps 63-64; XAVIER DE MELLO, “Aumento de capital integrado y derecho de receso”, cit., p. 335 y ss.; PÉREZ RAMOS, *Capital integrado de las sociedades anónimas*, cit., p. 172.

<sup>71</sup> MILLER, “Aumento del capital integrado en la sociedad anónima”, cit., p. 134 y ss.; MERLINSKI, *Manual de sociedades comerciales*, cit., p. 229; LAPIQUE, *El capital de las sociedades anónimas*, cit., p. 110. Por nuestra parte, hemos destacado el carácter aberrante de la solución legal, la cual nada tiene que ver con el instituto del receso: OLIVERA GARCÍA, “Modificaciones de la ley de urgencia en materia societaria”, cit. ps. 36-37.

<sup>72</sup> OLIVERA GARCÍA, “Modificaciones de la ley de urgencia en materia societaria”, cit. p. 34 y ss.

e independiente del confuso panorama descrito para el régimen general del derecho de receso en los aumentos de capital social.

## **10. Emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones.**

Una modalidad especial de capitalización de pasivos es la que se produce en el caso de emisión por la sociedad de obligaciones negociables convertibles en acciones. La doctrina<sup>73</sup> ha entendido que ambas tienen una naturaleza similar, estando en presencia de una relación de “género” / “especie”.

Las obligaciones negociables son títulos negociables, emitidos en serie, los cuales documentan un empréstito contraído por el emisor<sup>74</sup>. En virtud de las mismas, el emisor asume la obligación de pagar al tenedor una renta fija y reembolsar el importe del título a su vencimiento.

Son títulos causados, que confieren a su titular los derechos emanados no solamente del tenor literal del propio título<sup>75</sup> sino además del documento de emisión. Cada emisión de obligaciones negociables responde además a un único y solo negocio causal de empréstito, lo cual determina la posibilidad de establecer mecanismos de funcionamiento y decisión colectiva, los cuales permiten que las condiciones de emisión puedan resultar modificadas por decisión mayoritaria de los obligacionistas reunidos en asamblea, cuyas decisiones resultan oponibles a todos los tenedores de obligaciones negociables de la misma serie<sup>76</sup>.

---

<sup>73</sup> GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, p. 308; MAMBRILLA RIVERA, “El aumento de capital por compensación de créditos”, cit., p. 410.

<sup>74</sup> Vé. DE ARRILLAGA, *Emisión de obligaciones negociables y protección de los obligacionistas*, cit., p. 8 y ss.; DOMINGUEZ GARCÍA, *La emisión de obligaciones negociables por las sociedades anónimas (títulos y obligacionistas)*, cit., p. 46 y ss.; KENNY, *Obligaciones negociables*, cit., p. 21 y ss.; PAOLANTONIO, *Obligaciones negociables*, cit., p. 46 y ss.; OLIVERA GARCÍA, “Régimen de los debentures u obligaciones negociables”, cit., p. 81 y ss.

<sup>75</sup> En el caso de las obligaciones negociables de oferta pública, la ley dispone que deben ser necesariamente emitidas en forma escritural (art. 19, Ley Nº 18.627).

<sup>76</sup> En el caso de las obligaciones negociables de oferta pública, la ley exige la designación de un representante de los obligacionistas, la cual debe recaer en una entidad de intermediación financiera, un intermediario de valores u otras entidades especialmente autorizadas por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay. El contrato de designación de representante deberá contener disposiciones que permitan a una mayoría especial de titulares de obligaciones negociables, que representen por lo menos el 75% del total de la emisión, la sustitución de la institución que los representa o la modificación de las condiciones de emisión que impliquen el otorgamiento de quitas, esperas, modificaciones de las fechas de pago del capital o intereses, modificación de la moneda de pago y otras que el contrato establezca. Las resoluciones de dicha mayoría especial serán oponibles a la totalidad de tenedores de las obligaciones negociables o de valores de la misma serie (art. 73, Ley Nº 18.627).

La emisión de obligaciones negociables no estuvo regulada por nuestro Código de Comercio, lo que llevó a la Administración a objetar la inclusión de esta posibilidad en los estatutos de las sociedades anónimas<sup>77</sup>, posición que fue luego revisada<sup>78</sup>. La primera regulación fue dada por el Decreto-Ley Nº 14.267 de 1974, que previó la emisión de obligaciones reajustables por las empresas que cotizaran en la Bolsa de Valores. Pero no fue hasta la aprobación de la Ley Nº 16.060 que el instituto tuvo una regulación sistemática, previéndose su emisión por las sociedades anónimas (arts. 434-473, hoy mayoritariamente derogados)<sup>79</sup>. El régimen vigente está dado por la Ley Nº 18.627 de 2009 sobre mercado de valores, sustitutiva de la anterior Ley Nº 16.749 de 1996, las cuales previeron su emisión por todas las sociedades comerciales, nacionales o extranjeras, las cooperativas, los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado y las personas públicas no estatales con actividad industrial y comercial (art. 63)<sup>80</sup>.

La emisión de obligaciones negociables supone la constitución de un pasivo de la sociedad frente a los obligacionistas. En consecuencia, en función del análisis realizado precedentemente, la posibilidad de su capitalización no puede ofrecer dudas, sin perjuicio de algunas cuestiones a analizar, consecuencia de las peculiaridades del instrumento.

La doctrina<sup>81</sup> distingue dos clases de conversión: la inicial y la sobrevenida.

Comenzando por la segunda, la capitalización o conversión sobrevenida es producto de un acuerdo entre la sociedad y el obligacionista, en cualquier momento durante la vida de la sociedad, por el cual ambos, de consuno, deciden novar el contenido de su relación obligacional transformándolo de un derecho de crédito en una participación en el capital. En atención a la naturaleza de la relación causal existente entre ambos, se ha discutido si la decisión de capitalización requiere, en estos casos, del consentimiento individual de cada obligacionista o puede ser

---

<sup>77</sup> JIMÉNEZ DE ARÉCHAGA, *Diez meses de gestión ministerial*, cit., ps. 79-80.

<sup>78</sup> Para esta revisión fue sustancial la firme posición de la doctrina: PEIRANO FACIO, *De los empréstitos de las sociedades anónimas*, cit., ps. 18-19.

<sup>79</sup> Vé. OLIVERA GARCÍA, “Régimen de los debentures u obligaciones negociables”, p. 81 y ss.

<sup>80</sup> Vé. HOLZ – COHEN - PUCEIRO, *La nueva regulación del mercado de valores en el Uruguay*, cit., p. 69 y ss; OLIVERA GARCÍA - FODERÉ – SANGUINETTI, *Ley de mercado de valores y obligaciones negociables*, p. 117 y ss.

<sup>81</sup> MADRAZO, “Reembolso y rescate de las obligaciones”, cit., p. 2917.

resuelta, en forma colectiva, por el órgano a través del cual éstos toman su decisión colectiva.

Para un sector de la doctrina<sup>82</sup>, esta capitalización sobrevenida requeriría, en todos los casos, el consentimiento individual de cada uno de los obligacionistas involucrados, a los cuales no puede imponérseles el cambio de posición jurídica de acreedor por la de socio. Sin embargo, y sin perjuicio de la prudencia con que debe analizarse este tema, consideramos que, en ausencia de un texto legal expreso, deberá acudirse en cada caso al análisis de las condiciones de emisión, a los efectos de determinar si esta decisión de capitalización podrá ser tomada por cada tenedor en particular, o si es posible que la misma resulte impuesta (o impedida) por la decisión de los obligacionistas reunidos en asamblea.

La capitalización o conversión inicial constituye una hipótesis diferente. En este caso, es el propio documento de emisión el que otorga a los tenedores de las obligaciones negociables<sup>83</sup>, además del derecho a la percepción de una renta fija y del reembolso del capital al vencimiento, un derecho de opción para novar su derecho de crédito, convirtiendo las obligaciones negociables en acciones<sup>84</sup>. Se trata de una forma de estimular la realización de inversiones en sociedades deficitarias o de lenta rentabilidad. Se ofrece a los inversores que contribuyan al financiamiento o reflotación de la sociedad la posibilidad de que, una vez saneada la misma, puedan capitalizar su pasivo<sup>85</sup>.

La Ley Nº 18.627 establece una serie de garantías para los tenedores de obligaciones convertibles y para los restantes tenedores de acciones, flexibilizando además el régimen general de la ley Nº 16.060, con la finalidad de facilitar dicha emisión. Las principales disposiciones establecidas al efecto son las siguientes:

---

<sup>82</sup> GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, p. 308; MADRAZO, “Reembolso y rescate de las obligaciones”, cit., p. 2917. Esta solución es establecida a texto expreso por la Ley de Sociedades de Capital española (art. 430.d).

<sup>83</sup> En la doctrina se ha sostenido que la opción de convertir a los obligacionistas en accionistas puede ser otorgada tanto a favor de los obligacionistas como de la propia sociedad (GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., t. II, p. 308 y ss.; YOMHA, *Obligaciones convertibles en acciones*, cit., p. 141 y ss.).

<sup>84</sup> FILIPPI, “El derecho de opción: Una nueva concepción en materia de títulos-valores”, cit., p. 281 y ss.; KENNY, *Obligaciones negociables*, cit., p. 27 y ss.; YOMHA, *Obligaciones convertibles en acciones*, cit., p. 146 y ss.

<sup>85</sup> YOMHA, C. *Obligaciones convertibles en acciones*, cit., p. 33 y ss.; COHEN DE ROIMISER, “Las obligaciones convertibles en acciones”, cit., p. 171 y ss.; HALPERIN – OTAEGUI, *Sociedades Anónimas*, cit., ps. 923-924.

- a) Se dispone que el tenedor de una obligación convertible será considerado accionista desde el momento en que la sociedad sea notificada de su decisión. Esta deberá entregarle las acciones o certificados provisarios dentro de los 30 días de ejercida la opción (art. 71).
- b) A los efectos de hacer posible lo dispuesto en el punto anterior, dispone que la resolución sobre la emisión de obligaciones negociables convertibles debe incluir la decisión de aumentar el capital social en la cantidad necesaria para atender las eventuales necesidades de conversión (art. 70). Esta solución no plantea problemas en el régimen establecido por la LSC, la cual permite el aumento del capital contractual, sin necesidad de ningún porcentaje mínimo de suscripción o integración (art. 283 inc. 2).
- c) En caso de emisión de obligaciones convertibles en acciones, se reconoce derecho de preferencia y derecho de acrecer a los accionistas, en los términos de los artículos 326 a 330 de la Ley N° 16.060 (art. 69), con lo cual se pretende evitar que se burle el derecho de preferencia y de acrecimiento a través de esta vía<sup>86</sup>.
- d) Cuando la sociedad celebre un convenio de colocación en firme de obligaciones negociables convertibles en acciones con un agente intermediario, para su posterior distribución entre el público (*underwriting* en firme)<sup>87</sup>, se flexibiliza el sistema de derecho de preferencia y acrecimiento, previéndose que la asamblea de accionistas puede suprimir el derecho de acrecer y reducir a no menos de 15 días el plazo para ejercer la preferencia (art. 72).

Esta modalidad especial de capitalización de pasivos, prevista por la mayoría de los regímenes jurídicos, consolida y refuerza la admisibilidad general del instituto.

## **11. La capitalización de pasivos como solución concursal.**

Como hemos visto al comienzo de este trabajo, gran parte de la doctrina identifica la capitalización de pasivos con un instrumento de saneamiento de las situaciones

---

<sup>86</sup> En la Ley de Sociedades de Capital española se establece que el derecho de preferencia no tiene lugar en los casos de aumento de capital por conversión de las obligaciones en acciones (art. 304.2). Vé. LARA, “Derecho de preferencia”, cit., ps. 2254-2255.

<sup>87</sup> Vé. RODRIGUEZ MASCARDI - FERRER MONTENEGRO, “El underwriting”, cit., p. 477 y ss.; RIPPE – GERMAN, “Teoría y práctica del contrato de underwriting en el Uruguay”, cit.; OLIVERA GARCÍA, “Régimen de las debentures u obligaciones negociables en el derecho Uruguayo”, cit., ps. 98-99.

de crisis empresariales. Más allá de las críticas realizadas a esta tesis reduccionista, la misma responde a la circunstancia de que muchas veces la capitalización de pasivos es utilizada auténticamente como un instrumento solutorio de situaciones de crisis, sean éstas o no de naturaleza concursal.

La Ley de Concursos española 22/2003 (redacción dada por la Ley 9/2015), al regular el contenido de la propuesta de convenio concursal, establece en su art. 100 num. 2 que “[L]a propuesta de convenio podrá contener, además de quitas o esperas, proposiciones alternativas o adicionales para todos o algunos de los acreedores o clases de acreedores, con excepción de los acreedores públicos. Entre las proposiciones se podrán incluir las ofertas de conversión del crédito en acciones, participaciones o cuotas sociales, obligaciones convertibles, créditos subordinados, en créditos participativos, en préstamos con intereses capitalizables o en cualquier otro instrumento financiero de rango, vencimiento o características distintas de la deuda original”. En el régimen español, la conversión total o parcial del pasivo concursal en acciones u otras participaciones sociales es un contenido potestativo, alternativo o adicional del convenio concursal, que deberá tener siempre además un contenido esencial de quitas o esperas<sup>88</sup>.

La Ley de Concursos y Quiebras argentina N° 24.522 de 1995 establece en su art. 43 (texto dado por la Ley N° 25.589 de 2002) los diferentes contenidos de las propuestas de convenio que puede presentar el deudor durante el período de exclusividad que le otorga esta norma. Las mismas incluyen “*quita, espera o ambas; entrega de bienes a los acreedores; constitución de una sociedad con los acreedores quirografarios, en la que éstos tenga la calidad de socios; reorganización de la sociedad deudora; administración de todos o parte de los bienes en interés de los acreedores; emisión de obligaciones negociables o debentures; emisión de bonos convertibles en acciones; constitución de garantías sobre bienes de terceros; cesión de acciones de otras sociedades; capitalización de créditos, inclusive de acreedores laborales, en acciones o en un programa de propiedad participada, o en cualquier otro acuerdo que se obtenga con conformidad suficiente dentro de cada categoría, y en relación con el total de acreedores a los cuales se les formulará la propuesta*”. En consecuencia, la ley argentina prevé, como contenido del convenio concursal, la posibilidad de constitución de una sociedad con los acreedores quirografarios, así como la capitalización de créditos, inclusive de acreedores laborales<sup>89</sup>.

---

<sup>88</sup> ROJO, “Contenido de la propuesta de convenio”, cit., p. 1887 y ss.; PULGAR EZQUERRA, “Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación”, cit., p. 449.

<sup>89</sup> ALEGRIÁ, “Notas sobre el acuerdo preventivo extrajudicial”, cit., ps. 272-273; RIVERA, *Instituciones de Derecho Concursal*, cit., t. I, ps. 283-284; HEREDIA, *Tratado exegético de Derecho*

La Ley de Concursos y Reorganización Empresarial (LCRE) N° 18.387 de 2008 establece los diferentes contenidos del convenio concursal, estableciendo que “[...]a propuesta podrá consistir en quitas y/o esperas, cesión de bienes a los acreedores, constitución de una sociedad con los acreedores quirografarios, capitalización de pasivos, creación de un fideicomiso, reorganización de la sociedad, administración de todo o parte de los bienes en interés de los acreedores o tener cualquier otro contenido lícito, incluso el previsto en el numeral 2) del artículo 174 de la presente ley, o cualquier combinación de las anteriores” (art. 139). Es decir que la LCRE prevé que el convenio concursal puede prever tanto la constitución de una sociedad con los acreedores quirografarios como la capitalización de pasivos.

Este convenio, una vez aprobado judicialmente, resultará obligatorio para el deudor y para los acreedores quirografarios y subordinados cuyos créditos fueran anteriores a la declaración judicial de concurso, incluidos los que, por cualquier causa, no hubieran sido verificados (art. 158). En caso de acordarse la capitalización de pasivos, el convenio debidamente aprobado determinará la novación de los pasivos cuya capitalización se hubiera convenido por las mayorías que estipula la ley (art. 144), resultando obligatorio para todos los acreedores concursales, quirografarios y subordinados, hubieran éstos adherido o no a la propuesta de convenio.

En este caso, será obligación de la sociedad deudora otorgar los actos societarios pertinentes, a los efectos de hacer posible la capitalización de pasivos acordada.

En el caso de las sociedades anónimas, la cuestión no plantea mayores problemas, ya que los acreedores cuyos créditos resulten capitalizados pasarán a tener la calidad de accionistas de la sociedad deudora, pasando a tener el estatuto jurídico de accionistas, el cual supone la limitación de responsabilidad por las obligaciones sociales (art. 244, LSC).

En cambio, la situación plantea problemas en el caso de las sociedades personales y en el caso de las limitadas. En las primeras, los socios colectivos, comanditados o capitalistas son subsidiaria, solidaria e ilimitadamente responsables por las obligaciones sociales (arts. 199, 212 y 218). En las segundas, los socios de las limitadas son solidariamente responsables por obligaciones laborales (art. 12, Decreto-Ley N° 14.188) y tributarias (art. 95, Título 4, T.O. 1996) de la sociedad.

---

*Concursal*, cit., t. 2, p. 68 y ss.; RIVERA – ROITMAN – VÍTOLO, *Ley de Concursos y Quiebras*, cit., t. I, p. 302 y ss.

Esto determina que resulte de aplicación la norma contenida en el art. 146 de la LCRE, de acuerdo con el cual cuando “*la propuesta de convenio suponga nuevas obligaciones para uno o varios acreedores será necesario el consentimiento individual de los afectados, el cual deberá ser presentado antes de que la propuesta sea sometida a votación*”. Esto determina que, en el caso de las limitadas y de las sociedades personales referidas, la capitalización de pasivos no pueda ser impuesta a los acreedores no adherentes al convenio. Este consentimiento no será necesario cuando se trate de acreedores especialmente relacionados con el deudor (art. 146 inc. 2)<sup>90</sup>.

De lo expuesto surge que, en nuestro régimen concursal, la capitalización de pasivos resulta prevista como un sistema adecuado para la reorganización de las sociedades comerciales en estado de insolvencia.

## **12. Conclusiones.**

El presente trabajo ha buscado analizar algunos de los perfiles más relevantes del aumento de capital social por capitalización de pasivos, un instituto de frecuente aplicación en el funcionamiento societario, pero respecto del cual la doctrina, por estas latitudes, no se había detenido a estudiar.

Admitida como es, unánimemente, la posibilidad de capitalizar pasivos sociales, se han planteado, sin embargo, dudas respecto a si se trata de un aporte dinerario o un aporte en especie; si se trata de un aumento real o un aumento nominal de capital; cuál es la naturaleza jurídica de la operación; si todos los pasivos pueden capitalizarse, o si este instituto está limitado a los pasivos exigibles de pagar una suma de dinero; por qué valor el pasivo debe ser capitalizado; qué requisitos debe observar la capitalización; y qué peculiaridades presenta, en este caso, el ejercicio del derecho de preferencia y el derecho de receso. Existen además disposiciones expresas al respecto en materia de obligaciones negociables convertibles en acciones y sobre capitalización de pasivos en el marco de un convenio concursal, las cuales merecen ser analizadas.

Con respecto a los puntos controvertidos que perfilan el instituto, a lo largo de nuestro estudio hemos arribado a las siguientes conclusiones:

---

<sup>90</sup> En contra: RODRÍGUEZ OLIVERA, para quien el consentimiento de los acreedores no adherentes que no sean especialmente relacionados debe requerirse en todos los casos de capitalización de pasivos (*Manual de Derecho Concursal Uruguayo*, vol. 6, cit., p. 355). La autora acude a una interpretación *a contrario sensu* de la norma legal, que no resulta correcta. Vé. GAMARRA, “Artículo 10 de la Constitución”, cit., p. 117 y ss.

- A) La capitalización de pasivos es un aporte de capital dinerario, independientemente de que la obligación registrada en el pasivo consista en pagar una suma de dinero, entregar bienes o prestar un servicio. La capitalización de un pasivo produce contable y económicamente el mismo efecto patrimonial que el aporte de un activo. En todos los casos, existe una obligación avaluada económicamente en dinero, la cual es aportada a la sociedad como capital. No procede la aplicación de las normas de evaluación que establece la ley para los aportes en especie.
- B) La capitalización de pasivos representa un aumento real de capital, en la medida que determina un simultáneo aumento del patrimonio neto de la sociedad. Corresponde la aplicación, a su respecto, de todas las normas de tutela que establece la ley para preservar, en tales casos, tanto el valor absoluto como el valor relativo de las participaciones sociales.
- C) Un tema particularmente interesante es desentrañar la naturaleza jurídica del instituto, al cual nuestra norma societaria denomina “dación en pago” y, tanto las leyes española y francesa como gran parte de la doctrina italiana califican de “compensación”. Como expresamos en el trabajo, no es posible hablar en estos casos de dación en pago, ya que el negocio no tiene los efectos solutorios propios del pago. Tampoco nos parece aceptable la tesis de la compensación (incluida la compensación convencional) a la que acude parte de la doctrina. Creemos que esta teoría parte de la realización de la ficción innecesaria de creer que quien decide capitalizar su pasivo asume primero la obligación de integrar efectivamente capital en la sociedad, deuda ésta que compensa luego con su crédito contra la misma. Preferimos entender que estamos en presencia de un negocio novatorio, en el cual se produce una sustitución de la relación obligacional de acreedor por la de socio. Esta interpretación se aproxima más a la realidad del negocio e impide restricciones innecesarias para esta forma de capitalización, como las que surgen de los precitados casos en el derecho comparado.
- D) Del análisis anterior surge que todos los pasivos sociales ciertos pueden capitalizarse, con prescindencia de que se trate de la obligación de pagar una suma de dinero (en moneda nacional o extranjera, vencida o no vencida), de entregar bienes o de prestar un servicio. En todos los casos estamos en presencia de una obligación social determinable en una suma de dinero, cuya novación como capital social produce un incremento patrimonial. En el caso de los pasivos contingentes, su capitalización solamente será posible cuando los mismos se transformen en ciertos por su reconocimiento y aceptación por la sociedad.

E) En la medida que la capitalización de pasivos es una integración de capital de contenido dinerario, no corresponde que la misma sea valuada a su valor de mercado. Sin perjuicio de los acuerdos que pueda realizarse entre la sociedad y el acreedor en el contrato de aporte celebrado entre ambos, el pasivo vale para la sociedad el importe por el cual el mismo resulta reflejado en sus estados contables. No obstante lo expresado, en el caso de obligaciones no vencidas, cualquiera que sea su naturaleza, corresponde que la misma sea computada por su valor presente, con descuento de la tasa de interés computable hasta su vencimiento.

F) En tanto la capitalización de pasivos implica un aumento real de capital, deberán aplicarse todos los mecanismos establecidos por la ley societaria para salvaguardar el valor absoluto de las participaciones sociales existentes. En tal sentido, en el caso de las sociedades anónimas, deberá aplicarse el mecanismo de previo ajuste del valor del capital social establecido en el art. 287 de la LSC, y, si este mecanismo no fuera suficiente para preservar el valor real de las participaciones, la integración de capital deberá realizarse preceptivamente sobre la par, fijando una prima de emisión que asegure la preservación por el socio o accionista de la integridad del valor de su participación.

G) La capitalización de pasivos representa uno de esos casos excepcionales en los cuales la ley societaria permite prescindir el derecho de suscripción preferente del accionista, en la medida que el interés social lo exija. Este conflicto entre el derecho individual del accionista a preservar el valor relativo de su participación y el derecho de la sociedad de sanear su situación económica mediante la capitalización de un pasivo, supone necesariamente que la suspensión del derecho de preferencia sólo proceda cuando la cancelación del pasivo no pueda lograrse con el aporte de capital de los accionistas preexistentes. En todos los casos en que se suspenda dicho derecho, los disidentes tendrán derecho de receso, no siendo aplicables al respecto las restantes restricciones que la ley establece para el mismo en los aumentos de capital social.

H) Un caso especial de capitalización de pasivos es la emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones. La emisión de obligaciones negociables genera un pasivo para la sociedad, por lo que nada impide su capitalización, sujeta a los desarrollos realizados en el trabajo y a lo pactado por las partes en el documento de emisión respecto a la forma de su actuación colectiva. La emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones determina el otorgamiento a los tenedores de dichos títulos *ab initio* la opción de convertir las mismas en acciones, en los términos establecidos en el documento de emisión. Esto determina que la ley establezca requisitos especiales, tendientes a asegurar por parte de los obligacionistas la posibilidad de ejercicio de dicha opción.

I) La capitalización de pasivos constituye además uno de los contenidos posibles de los convenios concursales y de los acuerdos privados de reorganización. Esto determina que dicha capitalización pueda ser resuelta colectivamente por las mayorías que establece la ley concursal, teniendo efectos para todos los acreedores quirografarios y subordinados. En todos los tipos sociales, con excepción de las sociedades anónimas, en la medida que la capitalización genera responsabilidades adicionales para los socios, la misma requiere el consentimiento particular de todos los acreedores involucrados, salvo que se trate de personas especialmente relacionadas con el deudor concursado.

Esperamos que estas reflexiones contribuyan al análisis de este instituto de frecuente utilización en nuestro régimen societario.

### **13. Bibliografía.**

- ALEGRÍA, H., "Notas sobre el acuerdo preventivo extrajudicial", Revista de Derecho Privado y Comunitario, t. 10, ps. 257 y ss.;
- ALFARO, J., "Suspensión o limitación del derecho de preferencia del accionista", L.J.U., Nº 147 (2013), p. 121 y ss.;
- ANGELICI, C., "Appunti sull'art. 2.346 CC, con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione", Giurisprudenza Commerciale, Nº 15.2, 1988, I, p. 175 y ss.;
- ARAYA, M., "El capital social: bienes aportables", Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, año 23 (2000), p. 7 y ss.;
- AUDITORÍA INTERNA DE LA NACIÓN: ponencia presentada por Asurabarrena, G., Castaño, M., Genta, S., Porcires, A., Viñas, E., "El control estatal en la Ley 16.060. Evaluación en los diez años de su vigencia", en AA.VV., *Temas de Derecho Societario. Diez años de la Ley de Sociedades Comerciales. Análisis y perspectivas*, Montevideo: FCU, 2000, p. 259 y ss.;
- BERDAGUER, J., *Fundamentos del Derecho Civil*, t. II, Montevideo: FCU, 2000; t. IV, Montevideo: FCU, 2014;
- BLENGIO, J., "El plazo como elemento del contrato", Anuario de Derecho Civil Uruguayo, t. X, Montevideo: FCU, 1979, p. 179;
- BRUNETTI, A., *Tratado del Derecho de las Sociedades*, trad. esp., Buenos Aires: Utthea, 1960;
- BUGALLO, B., *Sociedades de responsabilidad limitada en el derecho uruguayo*, 2<sup>a</sup> ed., Montevideo. FCU, 2004;
- CABANELAS DE LAS CUEVAS, G., *Derecho Societario. Parte general*, vol. 4, Los órganos societarios, Buenos Aires: Heliasta, 1996; vol. 5, Los socios. Derechos, obligaciones y responsabilidades, Buenos Aires: Heliasta, 1997;
- CAFFERA, G., *Obligaciones*, Montevideo: FCU, 2018;
- CÁMARA, H., *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Buenos Aires: TEA, 1959;
- CARIOTA FERRARA, L., *El negocio jurídico*, trad. esp., Madrid: Aguilar, 1956;

- CASANOVA, M., “La prima de emisión como obligación de la sociedad anónima”, en AA.VV., *Dinamismo y desafíos del Derecho Comercial: Sociedades, Contratos, Concursos*, Montevideo: FCU, 2013; p. 657;
- COHEN DE ROIMISER, M., “Las obligaciones convertibles en acciones”, AA.VV., *Estudios de sociedades comerciales en homenaje a Carlos G. Zavala Rodríguez*, Buenos Aires: Astrea, 1973, p. 171 y ss.;
- COLOMBRES, G., *La teoría del órgano en la sociedad anónima*, Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1964;
- CUESTA RUTE, J.M., “El aumento y reducción del capital social”, en AA.VV., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónima* (Rojo, dir.), Madrid: Civitas, 1987, p. 173 y ss.;
- DE ARRILLAGA, J., *Emisión de obligaciones negociables y protección de los obligacionistas*, Madrid: Revista de Derecho Privado, 1952;
- DE GREGORIO, A., *De las Sociedades*, en *Derecho Comercial* (Bolaffio, Rocco, Vivante, dir.), trad. esp., Buenos Aires: Ediar, 1950, t. 6;
- DIDIER, P. – DIDIER, P., *Droit Commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Paris: Económica, 2011;
- FARINA, J., *Tratado de Sociedades Comerciales*, Rosario: Zeus, 1979;
- DOMINGUEZ GARCÍA, M., *La emisión de obligaciones negociables por las sociedades anónimas (títulos y obligacionistas)*, Madrid: Aranzadi, 1994;
- FERRI, G., *Manuale di diritto commerciale*, Turín: UTET, 1986;
- FERRI, G., *Le società*, 3<sup>a</sup> ed., Turín: UTET, 1987;
- FILIPPI, L., “El derecho de opción: Una nueva concepción en materia de títulos-valores”, en AA.VV., *Negocios sobre partes, cuotas, acciones y otros títulos societarios* (Favier Dubois, dir.), Buenos Aires: Ad-Hoc, 1995, p. 281 y ss.;
- FOWLER NEWTON, E., *Cuestiones contables fundamentales*, 5<sup>a</sup> ed., Buenos Aires: La Ley, 2011;
- GALÁN LÓPEZ, C., “El aumento del capital por compensación de créditos”, en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid: Civitas, 1991, p. 435 y ss.;
- GALGANO, F., *La Società per Azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economia* (Galgano, dir.), Padova, 1984; Vé.
- GAMARRA, J., *Tratado de Derecho Civil Uruguayo*, t. IV, 4<sup>a</sup> ed., Montevideo: FCU, 2001;
- GAMARRA, J., “Artículo 10 de la Constitución”, *Doctrina y Jurisprudencia de Derecho Civil*, año IV, t. IV, Montevideo: FCU, 2016, p. 117 y ss.;
- GAMARRA, J.L., “Elementos accidentales”, en De Cores, Berdaguer, Larrañaga, Gamarra y Gamarra, *Obligaciones y cuasicontratos* (De Cores-Berdaguer-Larrañaga-Gamarra-Gamarra), 2<sup>a</sup> ed., Montevideo: FCU, 2014;
- GAMARRA, R., “Extinción de las obligaciones”, en De Cores, Berdaguer, Larrañaga, Gamarra y Gamarra, *Obligaciones y cuasicontratos*, 2<sup>a</sup> ed., Montevideo: FCU, 2014;
- GARRIGUES, J., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* (Garrigues-Uría), 3<sup>a</sup> ed., Madrid, 1976;
- HALPERIN, I. – OTAEGUI, J., *Sociedades Anónimas*, 2<sup>a</sup> ed., Buenos Aires: Depalma, 1975;
- HEMARD, J. - TERRE, F. - MABILAT, P., *Sociétés Commerciales*, Paris: Dalloz, 1974;
- HEREDIA, P., *Tratado exegético de Derecho Concursal*, Buenos Aires: Ábaco, 1998;
- JAAGER, P., *L’interesse sociale*, Milano, 1964;
- HOLZ, E. – COHEN, M. – PUCEIRO, D., *La nueva regulación del mercado de valores en el Uruguay*, Montevideo: Universidad, 1996;

- JIMÉNEZ DE ARÉCHAGA, E., *Diez meses de gestión ministerial*, Montevideo: Gaceta Comercial, 1933;
- KENNY, M., *Obligaciones negociables*, Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1991;
- LAPIQUE, L., *El capital de las sociedades anónimas*, Montevideo: FCU, 2004;
- LARA, R., “Derecho de preferencia”, AA.VV., Comentario de la Ley de Sociedades de Capital (Rojo-Beltrán, dir.), Pamplona: Civitas, 2011, t. II, p. 2247;
- LE CANNU, P. – DONDERO, B., *Droit des sociétés*, 6<sup>a</sup> ed., Paris: LGDJ, 2015;
- LÓPEZ TILLI, A., “Obligatoriedad de la prima de emisión”, en AA.VV., IX Congreso argentino de Derecho Societario y V Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Tucumán, 2004, p. 191;
- MADRAZO, J., “Reembolso y rescate de las obligaciones”, AA.VV., Comentario de la Ley de Sociedades de Capital (Rojo-Beltrán, dir.), Pamplona: Civitas, 2011, t. II, p. 2909 y ss.;
- MAMBRILLA RIVERA, V., “El aumento de capital por compensación de créditos”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas* (Alonso Ureba, Duque Domínguez, Estaban Velasco, García Villaverde, Sánchez Calero, coord..), Madrid: Civitas, 1994, t. III, p. 319 y ss.;
- MERLINSKI, R., *Manual de sociedades comerciales*, Montevideo: Álvarez, 2006;
- MIGNOLI, A., “L’interesse sociale”, Rivista delle Società, año 3 (1958), p. 275 y ss.;
- MILLER, A., “La emisión de acciones con prima”, Anuario de Derecho Comercial, t. 11, Montevideo: FCU, 2006, p. 67;
- MILLER, A., “Responsabilidad de directores y accionistas de una sociedad anónima por la emisión de acciones sin prima”, en AA.VV., Responsabilidad de administradores y socios de sociedades comerciales (Ferrer-Caffera, coord.), Montevideo: FCU, 2006, p. 541;
- MILLER, A., “Aumento del capital integrado en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Consolidación y cambios: el fecundo panorama del Derecho Comercial*, Montevideo: FCU, 2014, p. 129 y ss.;
- MIRANDA, F., “Dación en pago y compraventa”, Rev. Asociación de Escribanos del Uruguay, t. 61 (1975), p. 371 y ss.;
- MOLINA SANDOVAL, C., *Régimen societario. Parte general*, Buenos Aires: LexisNexis, 2004;
- MONTANARI, A., “L’aumento di capitale mediante compensazione”, Rivista delle Società, 1967, p. 999 y ss.;
- NOBILI, R., *Contributo allo studio del diritto di opzione sulle società per azioni*, Milán: Giuffré, 1958;
- OLIVENCIA, M., “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código de comercio”, Anuario de Derecho Civil, vol. 11, Madrid: BOE, 1958, Nº 3, p. 805 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., *Reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso*, Montevideo: Acali, 1977;
- OLIVERA GARCÍA, R., “La prima de emisión en el aumento de capital de las sociedades anónimas”, Anuario de Derecho Comercial, t. 3, Montevideo: FCU, 1988, p. 67 y ss; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 301 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., “El capital social de las sociedades anónimas en la Ley de Sociedades Comerciales y en su reglamentación”, Revista del Colegio de Abogados del Uruguay, t. XVI, Montevideo, 1990, p. 35 y ss.; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 269 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., “Régimen de los debentures u obligaciones negociables en el derecho uruguayo”, Anuario de Derecho Comercial, t. 7, Montevideo: FCU, 1996, p. 81

y ss.; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 657 y ss.;

- OLIVERA GARCÍA, R., "Análisis y perspectivas del concepto de capital social en la Ley de Sociedades Comerciales", en AA.VV., *Temas de Derecho Societario. Diez años de la Ley de Sociedades Comerciales. Análisis y perspectivas*, Montevideo: FCU, 2000, p. 99 y ss.; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 289 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Modificaciones de la ley de urgencia en materia societaria", Anuario de Derecho Comercial, t. 9, Montevideo: FCU, 2001, p. 27; también en *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 515 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "El derecho de receso: cinco lustros después", Revista de Derecho de la Universidad de Montevideo, año II (2003), Nº 3, ps. 55 y ss.; también el *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2005, p. 621 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "El perverso régimen de aumento real de capital o el caso del concertista zopenco", Revista de Derecho y Tribunales, Nº 2, Montevideo: AMF, 2006, p. 65 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Infracapitalización societaria: un tema de derecho y economía", Anuario de Derecho Comercial, t. 13, Montevideo: FCU, 2010, p. 11 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Los grupos de sociedades en el derecho uruguayo", Ferro Astray-Olivera García, *Grupos de sociedades*, Montevideo: La Ley, 2014, p. 185 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Responsabilidad del administrador societario", AA.VV., *Ley de Sociedades Comerciales. Estudios a los 25 años de su vigencia* (Olivera García, dir.), Montevideo: La Ley, 2015, tomo II, p. 891 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "El patrimonio social", Revista de Derecho Comercial, año I, Nº 4, Montevideo: La Ley, 2016, p. 3 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Lucro, sociedad y dividendo", Anales de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires, 2<sup>a</sup> época, año LXI, Nº 54 (2016), p. 7 y ss.; también en Revista de Derecho Comercial, 5<sup>a</sup> época, año II, Nº 8 (2017), p. 68 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Derecho de receso y protección de los acreedores", en AA.VV., *Estudios de Derecho Comercial y Bancario* (Bacchi, coord..), Montevideo: Universidad Católica del Uruguay, 2017, p. 101 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R., "Autofinanciamiento por enriquecimiento: cuestión axial del régimen societario", Doctrina y Jurisprudencia de Derecho Civil, año VI, t. VI, Montevideo: FCU, 2018, p. 203 y ss.;
- OLIVERA GARCÍA, R. - FODERÉ, A. – SANGUINETTI, E., *Ley de mercado de valores y obligaciones negociables*, Montevideo, 1996;
- OTAEGUI, J.C., *Administración societaria*, Buenos Aires: Ábaco, 1979;
- PAOLANTONIO, M., *Obligaciones negociables*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2004;
- PASCALE, R., *Decisiones financieras*, 6<sup>a</sup> ed., Buenos Aires: Prentice Hall – Pearson Education, 2009;
- PEIRANO FACIO, J., *De los empréstitos de las sociedades anónimas por emisión de obligaciones negociables (debentures)*, Montevideo: CED, 1943;
- PEIRANO FACIO, J., *Curso de Obligaciones*, Montevideo: FCU, s/f;
- PÉREZ FONTANA, S., *Títulos-valores. Obligaciones cartulares*, t. III, Montevideo: FCU, 1985;
- PÉREZ RAMOS, G., "Consecuencias de la omisión de fijar una prima de emisión adecuada en los casos de aumento real de capital de las sociedades anónimas", en AA.VV., *Realidad del Derecho Comercial: tensiones y sinergias en su práctica*, Montevideo: FCU, 2016, p. 573;

- PÉREZ RAMOS, G., *Capital integrado de las sociedades anónimas*, Montevideo: La Ley, 2018;
- PULGAR EZQUERRA, J., "Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación", AA.VV., *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003 para la reforma concursal* (García Villaverde-Alonso Ureba-Pulgar Ezquerra, dir.), Madrid: Dilex, 2003, p. 435 y ss.;
- RIPERT, G. - ROBLOT, R., *Traité élémentaire de Droit Commercial*, Paris: LGDJ, 1986;
- RIPPE, S. – GERMAN, D., "Teoría y práctica del contrato de underwriting en el Uruguay", en AA.VV., *II Encuentro argentino-uruguayo de institutos de Derecho Comercial*, Colonia, 1997;
- RIVERA, J., *Instituciones de Derecho Concursal*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 1996;
- RIVERA, J. – ROITMAN, H. – VÍTOLO, D., *Ley de Concursos y Quiebras*, Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2000;
- ROCCA. M., *Curso de Derecho Comercial* (edición a cargo de Olivera García), Montevideo: La Ley, 2017;
- RODRIGUEZ MASCARDI, T. – FERRER MONTENEGRO, A., "El underwriting", en AA.VV., *Estudios jurídicos en memoria del profesor Rodolfo Mezzer Álvarez*, Montevideo: FCU, 1999, p. 477 y ss.;
- RODRÍGUEZ OLIVERA, N. *Manual de Derecho Concursal uruguayo*, vol. 6, Montevideo: FCU, 2009;
- RODRÍGUEZ OLIVERA, N. – LÓPEZ RODRÍGUEZ, C., *Manual de Derecho Comercial uruguayo*, Montevideo: FCU, 2007, vol. 4, t. 3;
- ROITMAN, H., *Ley de Sociedades Comerciales. Comentada y anotada*, 2<sup>a</sup> ed., Buenos Aires: La Ley, 2011;
- ROJO, A., "Contenido de la propuesta de convenio", en *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo-Beltrán, dir.), Madrid: Thomson-Civitas, 2004, t. II, p. 1864 y ss.;
- RUBIO, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, 3<sup>a</sup> ed., Madrid: Ed. Derecho Financiero, 1974;
- SAENZ, J.C., "Aumento por compensación de créditos", AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo-Beltrán, dir.), Pamplona: Civitas, 2011, t. II, p. 2226 y ss.;
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid: Civitas, 1973, p. 320 y ss.;
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Aumento y reducción de capital", en AA.VV., *La reforma del derecho español de sociedades de capital*, Madrid: Civitas, 1987;
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El interés social y varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada", *Revista de Derecho Mercantil*, Nº 246 (2002), p. 1675 y ss.;
- SIMONETTO, E., "Prestazione del socio e compensazione", *Rivista del Diritto Commerciale*, 1955, I, p. 237 y ss.;
- TARANTINO, G., "Aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura o di crediti", *Giurisprudenza Commerciale*, año XII (1985), 1<sup>a</sup> parte, p. 894;
- THALLER, E., "De l'augmentation du capital par transformation en actions soit du passif, soit des réserves de la société", *Annales de droit commercial et industriel français, étranger et international*, Paris: Rousseau, 1907, p. 177;
- URIA, R., *Derecho Mercantil*, 28<sup>a</sup> ed., Madrid: Marcial Pons, 2002;
- VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 2<sup>a</sup> ed., Barcelona: Bosch, 1989;
- VIVANTE, C., *Trattato di Diritto Commerciale*, Milano: Dott. Francesco Vallardi, 1906;

- XAVIER DE MELLO, E., "Aumento de capital integrado y derecho de receso", en AA.VV., *25 años de la ley de sociedades comerciales. Necesidad de su reforma. Homenaje al Profesor Dr. Siegbert Rippe*, Montevideo: FAFCEA, 2014, p. 325 y ss.;
- YOMHA, C, *Obligaciones convertibles en acciones*, Buenos Aires: Depalma, 1983;
- ZALDÍVAR, E. - MANÓVIL, R. - RAGAZZI, G. - ROVIRA, A., *Cuadernos de Derecho Societario*, 2<sup>a</sup> ed., vol. III, Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1983; vol. IV, Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1976;
- ZUNINO, J., *Sociedades comerciales. Disolución y liquidación*, Buenos Aires: Astrea, 1987.