



**CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, nº 68, Agosto 2010, pp. 141-166**

# **La financiación cooperativa mediante la emisión de títulos participativos**

**Alfredo Rocafort Nicolau**

Universidad de Barcelona

*CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa*  
ISSN edición impresa: 0213-8093. ISSN edición electrónica: 1989-6816.

© 2010 CIRIEC-España

[www.ciriec.es](http://www.ciriec.es)

[www.ciriec-revistaeconomia.es](http://www.ciriec-revistaeconomia.es)

# La financiación cooperativa mediante la emisión de títulos participativos

**Alfredo Rocafort Nicolau**

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Barcelona

## RESUMEN

*La actual legislación cooperativa contempla varios instrumentos diseñados para captar recursos y financiar nuestras cooperativas. Uno de los más novedosos son los denominados títulos participativos que se caracterizan porque su retribución consiste, total o parcialmente, en una participación en la evolución de la actividad de la cooperativa emisora. Con la finalidad de incrementar su atractivo nuestra normativa permite que estos títulos, que constituyen una variante de los préstamos participativos, se representen como valores mobiliarios. Y, además, también se permite que su acuerdo de emisión confiera a sus suscriptores ciertos derechos en la estructura política de la sociedad cooperativa (p.e.: derecho de asistir a la asamblea general con voz pero sin voto).*

**PALABRAS CLAVE:** Sociedad cooperativa, financiación ajena, títulos participativos, nuevos instrumentos financieros.

**CLAVES ECONLIT:** P130, G310, G320, K220.

## **Le financement coopératif par le biais de l'émission de titres de participation**

**RESUME :** La législation actuelle sur les coopératives envisage divers instruments conçus pour capter des ressources et financer nos coopératives. Un des instruments les plus innovants sont lesdits titres participatifs, caractérisés par le fait que leur rémunération consiste, totalement ou en partie, en une participation à l'évolution de l'activité de la coopérative émettrice. Afin d'accroître l'attrait qu'ils représentent, notre réglementation permet de représenter ces titres, qui constituent l'une des alternatives des prêts participatifs, comme des valeurs mobilières. En outre, il est également autorisé que la décision collective de procéder à leur émission confère à leurs souscripteurs certains droits au niveau de la structure politique de la société coopérative (par ex. : droit de participer à l'Assemblée générale avec un droit de parole mais sans droit de vote).

**MOTS CLÉ :** Société coopérative, financement externe, titres participatifs, nouveaux instruments financiers.

## **Co-operative funding through the issue of participation certificates**

**ABSTRACT:** Spain's current co-operative laws consider various tools designed to attract resources and finance co-operatives. One of the most original of these is known as participation certificates (títulos participativos). This variant of participation loans which is distinguished by its total or partial remuneration's consisting of a share in the business development of the issuing co-operative. With the aim of increasing their attractiveness, the law allows these certificates to be represented by securities. It also allows the issue agreement to grant subscribers certain rights in the co-operative (e.g. the right to attend the general meeting with the right to speak but not to vote).

**KEY WORDS:** Co-operative, borrowed funds, participation certificates, new financial tools.

## 1.- Presentación

La necesidad de financiación de nuestras empresas es una cuestión recurrente que, en la actualidad, se ha visto severamente agravada por razón de la crisis económica que atravesamos. Y a esta consideración general no se escapan las sociedades cooperativas tal y como demuestra un reciente estudio que destaca la reducción del número de las existentes y el incremento de sus situaciones concursales (Iturrioz, 2010:136-139).

Para ayudar en ese cometido nuestra legislación cooperativa ha puesto a disposición de estas unidades empresariales diversos instrumentos de financiación que, más allá de las tradicionales «obligaciones», de las «cuentas en participación» o de otras modalidades más difusas (en particular: la denominada «financiación voluntaria»), también incluye la emisión de *participaciones especiales* y de *títulos participativos*.

Y, centrándonos ya en estas dos últimas variedades, es fácil apreciar como la totalidad de nuestras actuales leyes cooperativas permiten que la financiación cooperativa se lleve a cabo, total o parcialmente, mediante *títulos participativos*. Opción ésta cuyos orígenes se han de buscar en el legislador catalán<sup>1</sup>, quien se basó en el derecho francés (v. indicándolo, Pastor, 2002:303)<sup>2</sup>, al que pronto se añadió el legislador vasco (artículo 65.5 LCEusk<sup>3</sup>) y, después, la normativa estatal (artículo 54.2 LCoop<sup>4</sup>) así como los restantes legisladores autonómicos<sup>5</sup>, entre ellos el valenciano (artículo 62.4 LCCVal<sup>6</sup>). La regulación que de estos títulos hacen los distintos textos legales suele ser parecida, o incluso idéntica, aunque también es cierto que en ocasiones es posible comprobar notables (y muy discutibles) diferencias.

1.- Artículo 60 del Decreto Legislativo 1/1992, de 10 de febrero, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Cooperativas de Cataluña (TRLCCat 1992). Esta norma fue derogado por la vigente Ley 18/2002, de 5 de julio, de Cooperativas de Cataluña (LCCat), que ahora regula los títulos participativos en el artículo 60.2 y 3 de una forma que difiere notablemente de ese precedente.

2.- En Francia se permite emitir títulos participativos a las sociedades cooperativas constituidas bajo la forma de sociedad anónima o de sociedad de responsabilidad limitada (artículo L228-36 Code de Commerce) [Bouloc, 1983:501].

3.- Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas de Euskadi.

4.- Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

5.- V. artículo 59.1 Ley 2/1998, de 26 de marzo, de Sociedades Cooperativas de Extremadura; artículo 65.5 Ley 5/1998, de 18 de diciembre, de Cooperativas de Galicia; artículo 55.5 Ley 9/1998, de 22 de diciembre, de Cooperativas de Aragón; artículo 57.4 Ley 4/1999, de 30 de marzo, de Cooperativas de la Comunidad de Madrid; artículo 86.5 Ley 2/1999, de 31 de marzo, de Sociedades Cooperativas Andaluzas; artículo 69.5 Ley 4/2001, de 2 de julio, de Cooperativas de La Rioja; artículo 70.1 Ley 4/2002, de 11 de abril, de Cooperativas de la Comunidad de Castilla y León; artículo 62.5 Ley 20/2002, de 14 de noviembre, de Cooperativas de Castilla-La Mancha; artículo 78.2 Ley 1/2003, de 20 de marzo, de Cooperativas de las Illes Balears; artículo 74.2 Ley 8/2006, de 16 de noviembre, de Sociedades Cooperativas de la Región de Murcia; y artículo 45.11 Ley 14/2006, de 11 de diciembre, de Cooperativas de Navarra.

6.- Ley 8/2003, de 24 de marzo, de Cooperativas de la Comunidad Valenciana.

El presente trabajo tiene por objeto analizar el marco regulador de la emisión de *títulos participativos* por las cooperativas. Para hacerlo, y dada la imposibilidad de exponer simultáneamente la totalidad de leyes cooperativas existentes en nuestro país<sup>7</sup>, tendremos en cuenta preferentemente las disposiciones de las leyes catalana y vasca, por su carácter pionero, y de la ley estatal, tanto por su naturaleza general como debido a su función supletoria de la regulación autonómica (Morillas, 2002:4799-4802). Las restantes leyes autonómicas sólo se citarán, preferentemente mediante nota a pie de página, cuando presenten alguna diferencia significativa o alguna peculiaridad digna de mención.

## 2.- Caracterización

### 2.1. Deuda participativa

Los denominados *títulos participativos* tienen como elemento más destacado que su retribución debe consistir (al menos esencialmente) en una participación en los resultados o, más en general, en la participación en la evolución de la actividad económica cooperativa (por último, Gadea, Sacristán y Vargas, 2009:414)<sup>8</sup>.

Esta idea puede contrastarse sin dificultad al comprobar la configuración que de este instrumento de financiación hacen las leyes de cooperativas que merecen nuestra atención. En efecto, el artículo 54.2 LCoop dispone claramente, y de forma imperativa, que la remuneración de estos títulos “*deberá estar en función de la evolución de la actividad de la cooperativa*”, sin perjuicio de que, “*además*”, puedan incorporar un interés fijo. Más claro es aún el legislador catalán cuando establece que la remuneración de los títulos “*en cualquier caso, tiene que estar en función de la evolución de la actividad de la cooperativa*” (artículo 62.2 LCCat). Por su parte, el legislador vasco afirma que los *títulos participativos* están “*caracterizados por una remuneración mixta en forma de interés fijo más la parte variable que se establezca en función de los resultados de la cooperativa*” (Exposición Motivos LCEusk) lo que después se refleja en su regulación (artículo 65.5 LCEusk, que parece establecer esta fórmula de retribución mixta como imperativa). Por último, queremos traer a colación aquí, por su especial claridad, la definición que ofrece el artículo 57.4 *Ley madrileña* cuando dice que mediante el título parti-

7.- Sin tener en cuenta la legislación sectorial (p.e.: crédito o seguros), en la actualidad disponemos de quince leyes de cooperativas, una estatal y las restantes autonómicas. Las únicas Comunidades Autónomas sin ley reguladora son Asturias, Cantabria y las Islas Canarias que, sin embargo, han asumido competencias en esta materia y por tanto la pueden establecer en cualquier momento.

8.- Entre los países de nuestro entorno, y además de Francia, la emisión de títulos participativos también se prevé en Portugal donde las cooperativas están autorizadas a emitir “títulos de investimento” que confieren derecho a una remuneración anual que comprenda una parte fija y una parte variable, calculada en función de los resultados, del volumen de negocio o de cualquier otro elemento de la actividad de la cooperativa [artículo 26.2.a) Código Cooperativo]. También las “azioni di partecipazione cooperativa” italianas podrían considerarse un instrumento financiero semejante a nuestros títulos participativos (Santiago, 1994:571) ya que otorgan el derecho a una remuneración en un 2 por 100 superior a la que reciben las cuotas o acciones de los socios de la cooperativa (artículo 5.7 Legge 59/1992) [Ragazzini, 2001:324-337].

cipativo, “el suscriptor realiza una aportación económica por tiempo predeterminado y a cambio recibe una remuneración que estará en función principalmente de los resultados de ejercicio”<sup>9</sup>.

A la vista de esta caracterización, podemos afirmar que estamos ante la *variante* o *modalidad* cooperativa de los préstamos participativos regulados en nuestro país primero por el artículo 11 del *Real Decreto-ley 8/1983, de 30 de noviembre*, y después por el (todavía vigente) artículo 20 del *Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de Carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica*<sup>10</sup>. Normativa que identifica al préstamo participativo como aquel que tiene como retribución una participación en los beneficios (RDL 8/1983) o, más ampliamente, una participación en la evolución de la actividad (RDL 7/1996) del prestatario, y esto con independencia de que pueda llegar a combinarse con otras modalidades remuneratorias, como un interés fijo que actúe a modo de “*suelo retributivo*” (por todos, García Villaverde, 1994:1083 y 1997:13-14)<sup>11</sup>.

Y de este modo es común aceptar que, en realidad, los *títulos participativos* no son más que una «*especie*» de los *préstamos participativos* (Pastor, 2002:299)<sup>12</sup>, o que también se diga que dichos *títulos participativos* ni son exclusivos de la financiación de las cooperativas ni, por otra parte, fueron específicamente concebidos para solventar las necesidades de la financiación cooperativa (Pastor, 2002:291-293).

## 2.2. Consideración como valores mobiliarios

La primera pregunta que debemos formularnos es si era necesario que los legisladores establecieran previsiones específicas sobre los *títulos participativos* cuando la cooperativa puede contratar préstamos de tipo participativo debido a que cumple los requerimientos de su normativa reguladora; esto es: que el prestatario tenga la consideración de «*empresa*» [arg. artículo 20.1.a) RDL 7/1996] (Colino, 2007:8-9) y, ahora recogiendo las exigencias de la doctrina más restrictiva, que se trate de una empresa que tribute por el Impuesto de Sociedades (Bustos, 2006:20)<sup>13</sup> como sin duda puede predicarse de las cooperativas.

9.- Ciertamente es que algunas leyes de cooperativas admiten que la remuneración pueda consistir íntegramente en un interés fijo independiente de los resultados o de la evolución de la actividad (p.e.: artículo 59.1 Ley Extremadura), por lo que parece que en ellas este requisito no puede considerarse esencial. Sin embargo, creemos que esta opción es criticable ya que, como es fácil convenir y al margen de su denominación, estos títulos participativos ni se benefician de los resultados económicos de la cooperativa ni, por otra parte, cuentan con participación «*política*» significativa en la cooperativa.

10.- Modificado primero por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, y más recientemente por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

11.- A su vez, los préstamos participativos se han considerado una modalidad de «*préstamo parciario*», es decir, que constituyen un contrato mixto que tiene como base el préstamo y al que se añade un pacto parciario (García Villaverde, 1994:1087).

12.- Extremo que parece ratificarse normativamente cuando se establece que su tratamiento contable será “el mismo que el establecido para los préstamos participativos regulados en el artículo 20 del Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio” (Norma Séptima de la Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las Sociedades Cooperativas).

13.- Este requisito de tributación se apoyaba en el (ahora derogado) artículo 20.2 RDL 7/1996 cuando disponía la deducibilidad de los intereses del préstamo participativo a efectos de la base imponible del Impuesto de Sociedades del prestatario. Habiendo desaparecido este apartado, lo más probable es que no pueda ya sostenerse el requisito de la tributación que, por otro lado, no era en absoluto pacífico (Colino, 2007:8-9).

Pese a que inicialmente parece que debe compartirse esa idea, lo cierto es que la regulación de los *títulos participativos* en nuestros textos cooperativos no constituye una duplicidad o una repetición inútil sino que, por el contrario, persigue un objetivo complementario: *permitir que el préstamo participativo pueda incorporarse a un valor mobiliario* (Pastor, 2002:298-299) *para, esencialmente, facilitar su transmisibilidad*. Es decir: si bien las cooperativas podían indudablemente contratar préstamos participativos, el artículo 54.2 LCoop (e *ídem* sus homólogos autonómicos) añade el reconocimiento de que dichos préstamos puedan instrumentarse en valores (*cartularizarlos*) para incrementar su liquidez (incluso mediante el acceso a mercados secundarios) y de esta forma incentivar su suscripción.

Y es desde esta perspectiva que cobra sentido la expresión legal de que los *títulos participativos* «podrán» tener la consideración de valores mobiliarios (artículos 54.2 LCoop, 62.2 LCCat o 62.4 LCCVal, aunque guarda silencio el artículo 65 LCEusk) ya que, cuando se emitan de forma individual o aislada, al modo de los clásicos efectos de comercio (p.e.: pagaré, etc.), no tendrán la consideración de valores mobiliarios aunque sí que serán títulos valores y, como tales, gozarán de las ventajas que ofrece su régimen (p.e.: a la hora de pignorarlos en garantía de un crédito, de transmitirlos por endoso, etc.). De todas formas lo más común no será ese supuesto sino que dichos *títulos participativos* se emitan en masa como valores mobiliarios pero sin carácter negociable, por no ser susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera [artículo 3.1 *Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre*] (p.e.: emisión de 500 *títulos participativos* que solamente pueden ser suscritos y posteriormente transmitidos entre los socios de la cooperativa), o que se emitan con ese carácter de verdaderos valores negociables que los habilitará para integrarse y ser negociados en mercados secundarios oficiales (p.e.: en el mercado AIAF)<sup>14</sup> al modo de lo que ocurre con otros valores (p.e.: obligaciones, pagarés de empresa, etc.) [v. entre muchos, Pastor, 2002:284-285 y 299; Bel y Fernández, 2002: 121; Gómez y Miranda, 2006:49].

La consideración de que los *títulos participativos* son *préstamos participativos instrumentados mediante valores mobiliarios* nos indica la normativa a la que estarán sujetos. En primer lugar, y como es lógico, por las previsiones contenidas en las leyes cooperativas que, ya avanzamos, son muy escasas por no decir inexistentes. En segundo término, y debido a que nos encontramos ante una modalidad especial de préstamos participativos, por lo dispuesto en el artículo 20 RDL 7/1996. Y, en tercer lugar, por la normativa reguladora de las obligaciones que, como es sabido, expande su ámbito a las emisiones de “*otros valores* [distintos de las obligaciones] *que reconozcan o creen una deuda*” (artículo 282.1 LSA<sup>15</sup>). Más en concreto, será de aplicación analógica la normativa que regula la emisión de obligaciones por sociedades no anónimas (esto es: la *Ley 211/1964, de 24 de diciembre* [v. considerando aplicable esta última, Pastor, 2002:305-311; Vargas y Aguilar, 2006:184]) salvo, claro está, que la concreta norma no sea compatible con la configuración especial de los *títulos participativos* realizada por la ley cooperativa.

14.- En Francia se establece que, en todo caso, los títulos participativos deben considerarse valores negociables (artículo L228-36 Code de Commerce).

15.- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Por último aun ha de añadirse que, caso de que reúnan los requisitos para ser considerados valores negociables, se aplicará la normativa reguladora del mercado de valores y, en concreto, los artículos 25 a 30ter LMV y el ya citado *Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre* que lo desarrolla. Normativa que, por supuesto, no sólo incide en el momento de su emisión en el mercado primario (p.e.: sometiendo la comercialización de ciertas emisiones dirigidas al público empleando publicidad a la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión [artículo 30bis.1 II LMV<sup>16</sup>]) sino que también incluye el cumplimiento de otras muchas reglas caso de que los valores negociables hayan sido admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (p.e.: normas de información periódicas [artículo 35 LMV], elaboración y publicación anual de un informe del gobierno corporativo, aplicable a las cooperativas que emitan valores que se negocien en mercados oficiales en virtud de la DA 3.ª *Ley 26/2003, de 17 de julio* [Vargas y Aguilar, 2006:184], etc.).

### 2.3. Carácter subordinado

Pese al silencio que guardan las leyes cooperativas al respecto entendemos que la aplicación a los *títulos participativos* del régimen jurídico de los préstamos participativos comporta que estos títulos se sitúen, como aquellos préstamos participativos, “*en orden a la prelación de créditos [...] después de los acreedores comunes*” [artículo 20.1.c) RDL 7/1996]. Con todo, hay que advertir que este *carácter subordinado* de los títulos que ahora examinamos es discutido por un sector de la doctrina (v. negando ese carácter, Fajardo, 2005:5252; Cabaleiro y Rodríguez, 2002:699; o Martín, García-Gutiérrez y Lejarriaga, 2010:33) en base a dos ideas complementarias: el silencio del legislador que, en su opinión, comporta la inexistencia de esa subordinación, y la circunstancia de que la normativa ha previsto otro instrumento de financiación que, por imperativo legal, sí tiene ese carácter subordinado: las *participaciones especiales* (artículos 53.1 LCoop, 62.1 LCCat o 64.1 LCEusk). En nuestra opinión, sin embargo, estos argumentos no constituyen razón suficiente para negar la subordinación de los *títulos participativos* que aquí se defiende. En *primer* término, porque la cooperativa no está inevitablemente obligada a canalizar la financiación subordinada exclusivamente a través de la emisión de *participaciones especiales*, como lo demuestra que también puede emitir obligaciones subordinadas (arg. artículos 54.1 LCoop, 62.4 LCCat, 65.4 LCEusk y, de forma explícita, artículo 62.3 LCCVal). En *segundo* lugar, debido a que a diferencia de lo que ocurre con los *títulos participativos*, las *participaciones especiales* no pueden canalizar la emisión de deuda subordinada a corto plazo ya que su vencimiento se establece por voluntad legal en un período mínimo de cinco años por voluntad legal (artículos 53.1 LCoop o 64.1 LCEusk, aunque la ley catalana guarda silencio al respecto). Y por *último*, ya que del silencio del legislador cooperativo no puede deducirse lo que claramente impone el legislador general para los préstamos participativos, es decir: que esta modalidad de financiación tiene carácter subordinado.

16.- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.



## 2.4. Eventual atribución de derechos políticos

No constituye un rasgo particular de los *títulos participativos* respecto de los préstamos participativos que el legislador haya aumentado su «carácter participativo» en el ámbito de los derechos políticos de sus titulares. En efecto, si bien es claro que las leyes cooperativas acostumbran a atribuirles derecho de asistencia a la asamblea general o, incluso, al consejo rector de la cooperativa *cuando lo haya reconocido el acuerdo de emisión* (artículos 54.2 II LCoop, 62.2 LCCat o 65.5 II LCEusk), lo cierto es que estos derechos también acostumbran a reconocerse a los acreedores de simples préstamos participativos (v. por todos, Bustos, 2002:43).

## 3.- Acuerdo de emisión

Tal y como recogen las leyes cooperativistas la «emisión» de *títulos participativos* es una decisión que necesariamente corresponde adoptar a la asamblea general de la cooperativa sin que pueda delegarse en su órgano de administración [artículos 21.2.e) LCoop, 29.1.e) LCCat, 31.3.e) LCEusk o 31.1.d) LCCVal]<sup>17</sup>.

Un par de ideas complementarias. La primera es que ese acuerdo asambleario no precisa de una previa cobertura estatutaria a diferencia de lo que ocurre, por ejemplo, con la emisión de *participaciones especiales* en la normativa estatal (artículo 53.1 LCoop).

Y, en segundo lugar, del texto legal y de las reglas generales en sede de valores parece deducirse que el trámite de aprobación asamblearia sólo es exigible a los *títulos participativos* emitidos en serie lo que, con otras palabras, significa que su emisión aislada como «efectos de comercio» corresponde al órgano de administración de la cooperativa. Conclusión que se refuerza con lo dispuesto en el artículo 54.1 LCoop donde se indica que la autorización de la asamblea general para acordar la admisión de “*financiación voluntaria bajo cualquier modalidad jurídica*” sólo es precisa “*cuando se trate de emisiones en serie*”.

Por otro lado, y debido a que no se incluye entre los acuerdos que precisan mayoría reforzada (v. p.e.: artículo 33.2 LCCat, que exige las 2/3 partes de los votos de los asistentes a la asamblea), la

17.- A diferencia de lo que ocurre con los préstamos participativos donde acostumbra a considerarse que su contratación corresponde a los administradores sin necesidad de acuerdo de la asamblea (García Villaverde, 1994:1098-1101; o Fradejas, 1994:342-344; pero vid. con otra opinión, Broseta, 1984:280-281; o Martínez Sanchiz, 1987:146, sosteniendo la necesidad de aprobación unánime de los socios o la introducción mediante reforma estatutaria con el consiguiente acuerdo de la junta).

emisión de *títulos participativos* por parte de la asamblea deberá acordarse con la mayoría general ordinaria prevista por la correspondiente ley de cooperativas<sup>18</sup>.

De los textos legales se desprende la gran libertad que posee el acuerdo de emisión para configurar estos títulos en aspectos tales como los destinatarios de la suscripción, la fórmula de remuneración y las fechas o momentos de pago, el plazo de amortización, etc. En cambio, y pese al silencio legal, no podemos considerar que exista libertad por lo que respecta a la cuantía global de la emisión. El límite máximo de ésta viene determinado por el artículo 1 de la *Ley 211/1964, de 24 de diciembre*, donde se establece que el importe total de la emisión tiene como límite máximo la cifra de valoración de los bienes de la entidad emisora *certificada* por dos auditores de cuentas. Por excepción, esta limitación no operará cuando la total emisión esté garantizada por alguna de las formas previstas en propio precepto (Pastor, 2002:311)<sup>19</sup>.

Algunas leyes cooperativas aclaran expresamente que la suscripción de los *títulos participativos* puede ser realizada tanto por socios como por terceros (artículo 62.2 LCCat), o bien tanto por personas físicas como por personas jurídicas [artículo 70.1.b) *Ley castellano-leonesa*], lo que sin duda es también de aplicación a las demás. Con todo conviene realizar algunas precisiones complementarias. En *primer* lugar, debe advertirse que algunas de esas leyes conciben a estos títulos como un instrumento financiero que permite la participación de terceros en la cooperativa (v. en este sentido la Exposición de Motivos *Ley andaluza*) por lo que, en definitiva, parece que reservan este instrumento a quienes no ostenten la condición de socio cooperativo. En *segundo* término, también es necesario reparar que la suscripción de *títulos participativos* realizada por los socios no tiene la consideración de recurso propio de la cooperativa, lo que lo convierte en un instrumento particularmente atractivo al no someter su retribución al principio de interés limitado al capital (salvo lo que se dirá respecto al tramo de interés fijo en la ley aragonesa). Y por *último*, aun debe decirse que nada impide que el acuerdo de emisión limite la suscripción a un grupo de sujetos en particular (p.e.: otras sociedades cooperativas, terceros no socios, etc.) o establezca ciertas prohibiciones (p.e.: sociedades cooperativas de segundo grado).

Como reconoce de forma expresa el artículo 70.1.a) *Ley castellano-leonesa*, la emisión de estos títulos es posible *por cualquier clase de cooperativa*. No obstante, es preciso exponer dos ideas. Por un lado, la posibilidad teórica o legal de libre emisión contrasta con las dificultades reales que algunas pequeñas cooperativas pueden tener para lograr interesar a los potenciales suscriptores<sup>20</sup>. Por otro

18. - En algunas ocasiones estas leyes exigen el voto favorable de más de la mitad de los votos válidamente expresados, sin computar los votos en blanco ni las abstenciones, salvo que los estatutos fijen una mayoría superior (artículos 28.1 LCoop y 36.1 LCEusk) mientras que en otras, y también salvo elevación estatutaria, las leyes requieren del voto a favor de más de la mitad de los votos presentes y representados en la asamblea (artículo 36.4 LCCVal).

19. - Otros países fijan de forma directa este límite. Así, en Portugal las cooperativas no pueden emitir "títulos de investimento" que excedan de la suma de capital (artículo 27.4 Código Cooperativo), o en Italia se establece que el montante de las "azione di partecipazione cooperativa" no puede superar el valor contable de las reservas indivisibles o del patrimonio neto resultante del último balance depositado (artículo 5.4 Legge 59/1992).

20. - Como se ha señalado, la emisión por las cooperativas pequeñas será difícil porque la obtención de financiación por terceros "requiere un esfuerzo y confianza en la gestión que difícilmente pueden proporcionarlos" estas cooperativas (Larrañaga, 1999:250). Otros autores son incluso más radicales y afirman que "no obstante, en la práctica, dada la reducida dimensión de estas empresas, no suelen acudir a las fuentes de financiación participativas" (Martín, García-Gutiérrez y Lejarriaga, 2010:24).

lado, la emisión de estos títulos por las cooperativas de crédito o de seguros habrá de tener en cuenta el tratamiento que de los recursos financieros de estas entidades hacen las normas sectoriales (v. en particular, el *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras*).

Más allá de lo anterior, y volviendo a retomar la aplicación analógica del régimen de las obligaciones en lo que ahora interesa, parece razonable sostener que el acuerdo de emisión de los *títulos participativos* podrá optar por representarlos mediante anotaciones en cuenta o por medio de títulos (arg. artículo 290.1 LSA) y, en este último caso, acordar que adopten la forma de títulos nominativos o al portador. Por el contrario, si se hubiera optado por las anotaciones en cuenta se registrarán por la normativa reguladora del mercado de valores (arg. artículos 290.3 LSA y 5 a 12 LMV).

Por otro lado también es claro que la emisión de los *títulos participativos* no requiere de escritura pública ni de inscripción en el Registro Mercantil. A esta conclusión se llega con facilidad al consultar lo dispuesto en el artículo 30ter.2 LMV que, en esta materia, ha dejado sin efecto lo dispuesto en los artículos 1 y 2 de la *Ley 211/1964, de 24 de diciembre*, donde se exigía dicha escritura y esa inscripción. De hecho, en la actualidad no se requiere elevar el acuerdo de emisión a escritura pública ni siquiera cuando los valores se representen mediante anotaciones en cuenta (arg. artículo 6 LMV) o, por acabar, la emisión de *títulos participativos* tampoco precisa ser inscrita en el Registro de Cooperativas correspondiente ya que no se ha previsto esta exigencia. Con todo, y complementando lo antes dicho sobre la comercialización al público de *títulos participativos*<sup>21</sup>, debe finalizarse advirtiendo que la emisión de *títulos participativos* que pretenda colocarse mediante oferta pública de venta u oferta pública de suscripción requerirá de la elaboración de un folleto informativo salvo que pueda ampararse en alguna de las excepciones establecidas en el artículo 30bis LMV. Los umbrales cuantitativos que marca este precepto (en especial, la exención del folleto en el caso de ofertas de valores por un importe total inferior a 2.500.000 euros calculado en un período de 12 meses) hacen que la mayoría de las emisiones realizadas hasta la fecha queden exentas de dicho folleto<sup>22</sup>.

21.- V. *supra* n. 2.2 [Consideración como valores mobiliarios].

22.- En efecto, por citar algunos ejemplos, la emisión de la cooperativa *Projectae*, SCCL asciende a 200.000 euros ([www.projectae.cat/titles/booking\\_info](http://www.projectae.cat/titles/booking_info)), la de *Xarxa Gedi*, SCCL a 60.000 euros, la de *l'Olivera*, SCCL a 400.000 euros, la de *Gneis*, S.Coop.Mad. a 60.000 euros o la de *El Brot de Reus*, SCCL a 100.000 euros ([www.coop57.coop](http://www.coop57.coop)).

## 4.- Remuneración

El artículo 54.2 LCoop dispone que los *títulos participativos* “*darán derecho a la remuneración que se establezca en el momento de la emisión, y que deberá estar en función de la evolución de la actividad de la cooperativa, pudiendo, además, incorporar un interés fijo*”.

La forma de retribución constituye una de las características definitorias de estos títulos y, como tal, debería ser un elemento distintivo respecto de otros instrumentos de financiación externa de la cooperativa como son las *obligaciones* y las *participaciones especiales*<sup>23</sup>. En efecto, el carácter «participativo» del título viene atribuido por la circunstancia de que su remuneración está vinculada, total o parcialmente, a la *evolución de la actividad* de la cooperativa. Circunstancia ésta que se ajusta perfectamente a lo establecido para los préstamos participativos en general donde el artículo 20.1.a) RDL 7/1996 establece que la entidad prestamista “*percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria*” y que, “*además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad*”.

El legislador estatal de cooperativas exige, por tanto, que al menos una parte de la retribución de los *títulos participativos* sea variable “*en función de la evolución de la actividad de la cooperativa*”. Además, pueden incorporar un interés fijo (entendido como interés independiente de esa evolución) de forma que, en este caso, su retribución acabará siendo mixta. Por lo tanto, en nuestros textos legales se considera esa retribución variable como esencial o necesaria, a diferencia de lo que ocurre con la parte fija, que es una simple opción (Borjabad, 2001: pp. 34-35; Morillas y Feliú, 2002:413; Paniagua, 2005:271). En otras palabras, la retribución de los títulos puede ser variable o mixta pero no consistir exclusivamente en un interés fijo<sup>24</sup>.

La primera ley de cooperativas que reguló en nuestro país la figura de los *títulos participativos* establecía que el nominal sujeto a interés fijo no podía ser inferior al 20 por ciento ni superior al 80 por ciento del total del nominal<sup>25</sup>. El legislador estatal, en cambio, guarda silencio sobre la distribución del

23.- Sin embargo esto no es así ya que nada impide que las cooperativas puedan emitir títulos obligaciones «participativas» o «subordinadas» (Torres, 1992:103 y 108-109) difuminándose así los perfiles distintivos con los títulos participativos (v. criticando lo ineficaz de esa pluralidad, Gadea, Sacristán y Vargas, 2009:414). Parece por tanto que el legislador ha intentado, sin mucho criterio, hacer más atractiva una fuente de financiación ya existente mediante un cambio en su nomen iuris. Y en este sentido, ya se ha afirmado que la distinción entre la emisión de obligaciones o títulos participativos es más bien pedagógica o, si se prefiere, de imagen, en cuanto que parece que la creación de una nueva figura incrementa su atractivo y, por ende, su utilización (Celaya, 1995:144).

24.- En cambio, algún legislador autonómico establece que la retribución puede ser fija, variable o mixta (p.e.: artículo 59.1 Ley Extremadura) lo que, a diferencia de lo que sucedía con lo antes expuesto, permite que el porcentaje de interés con que se retribuyen los títulos sea exclusivamente un tipo fijo. Por su parte, el legislador vasco parece configurar los títulos participativos como de retribución necesariamente mixta. Esta conclusión se deduce tanto de la Exposición de Motivos, cuando dice que estos títulos son “caracterizados por una remuneración mixta”, como del artículo 65.5 LCEusk en el que se indica que “darán derecho a la correspondiente remuneración mixta en forma de interés fijo más la parte variable (...) en función de los resultados de la cooperativa”.

25.- Artículo 60.4.2 del derogado TRLCCat 1992. Regla que, sin embargo, ha desaparecido en el vigente artículo 62 LCCat.

tipo de interés aplicable en parte fija y parte variable. No obstante, si convenimos en que no se admite que el tipo de interés sea íntegramente fijo, es fácil concluir que la parte de retribución variable no puede ser tan pequeña que desnaturalice esta prohibición. A partir de este principio, la identificación de cuál es el límite de interés fijo en la retribución total no es una tarea nada sencilla aunque parece razonable aceptar como guía aquel límite máximo del 80 por ciento establecido por el legislador catalán<sup>26</sup>.

Como se ha advertido, una parte de la retribución se determinará “*en función de la evolución de la actividad*” de la cooperativa, expresión que también utiliza el artículo 20.1.a) RDL 7/1996 para fijar la remuneración de los préstamos participativos. No creemos que haya ningún obstáculo para trasladar al ámbito cooperativo la interpretación que se ha realizado de dicha expresión en este último precepto. En realidad, esta operación resulta lógica desde el momento en que se aprecia que la regulación de los préstamos participativos ha servido de base para el régimen de los *títulos participativos* de las cooperativas, aunque luego este régimen se haya completado con reglas específicas. Por lo demás, esta solución es acorde con lo que creemos que es el principio que debe inspirar esta materia: la adopción de una postura flexible o abierta sobre los sistemas posibles de retribución variable, en orden a incentivar la financiación de la cooperativa.

Es por ello que acordes con esta interpretación, sostenemos que el elemento participativo no debe consistir necesariamente en una participación en los excedentes o beneficios de la cooperativa (v. sin embargo, Pastor, 2002: 317) sino que podrá utilizarse otro criterio con tal de que el interés variable se determine en función de la evolución de la actividad de la cooperativa lo que, en última instancia, nos permite defender que además del beneficio neto sea posible emplear cualquiera de los demás parámetros que menciona ese mismo artículo 20.1.a) RDL 7/1996, a saber: volumen de negocio, patrimonio total o, respetando aquel requisito, cualquier otro que acuerden las partes (v. por todos, con ulteriores citas, Colino, 2007:779)<sup>27</sup>. Esta amplitud permite valorar la evolución de la empresa no sólo desde un enfoque puramente económico sino también desde la perspectiva financiera, patrimonial o cualquiera otra<sup>28</sup>.

La utilización de estos otros parámetros puede dar lugar a que se devengue retribución mediante interés variable aunque los resultados de la actividad de la cooperativa sean negativos y, por tanto, no se hayan obtenido beneficios en el ejercicio. Y así ocurrirá, por ejemplo, cuando el criterio retributivo variable tome como base el aumento del volumen de negocio y esta cifra aumente sin que finalmente existan excedentes o beneficios (Bustos, 2002:21).

26.- Otra guía nos la ofrece el ordenamiento francés donde se establece que la parte variable de la remuneración de los títulos vinculada a los resultados de la sociedad no puede ser superior al 40 por ciento del valor nominal del título (artículo R228-49 *Partie réglementaire Code de Commerce*) [Benon, 1990:7-8].

27.- No se puede ocultar que es más difícil sostener esta opinión cuando la ley de cooperativas establece la retribución variable “*en función de los resultados de la cooperativa*” y no en función de la evolución de la actividad de la cooperativa (p.e.: artículos 45, 11 *Ley navarra*, 55, 5 *Ley aragonesa* o 65, 5 *Ley Gallega*). En estos casos puede aceptarse que, “*por simple asociación de ideas, se suele identificar resultado con beneficio*” (Pastor, 2002:317).

28.- V. para los préstamos participativos, Domínguez, 1998:22, quien ofrece algunos ejemplos de criterios para determinar el interés variable: nivel de endeudamiento, evolución del fondo de maniobra, cifra de recursos propios, resultado de actividades ordinarias, dividendos reparados, número de unidades producidas o número de trabajadores.

Centrándonos ahora en la remuneración basada en los beneficios netos hay que señalar, en primer lugar, la posibilidad de que no se tome como base el beneficio neto *total* de la cooperativa. En efecto, en aquellas cooperativas que lleven contabilidad separada de los resultados cooperativos y extraordinarios es posible que el acuerdo de emisión limite la participación en beneficios a una sola de estas clases, normalmente los cooperativos por tratarse de los derivados de la actividad ordinaria de la sociedad. Como es fácil compartir, si el acuerdo de emisión no hace distinciones, la participación se calculará sobre el beneficio total de la cooperativa<sup>29</sup>.

Por otro lado, la cuantía de la participación en los beneficios podrá determinarse bien mediante el establecimiento de un porcentaje fijo sobre los beneficios, bien mediante un sistema que permita su variación al alza o a la baja, por ejemplo, según aumenten o disminuyan (Broseta, 1984:271; García Villaverde, 1994:1104).

En principio, puede sostenerse sin dificultad que los titulares no tienen derecho a percibir la parte de la retribución consistente en la participación en los beneficios cuando éstos no existan. Sin embargo, nada obsta a que la cooperativa constituya una reserva disponible que se nutra de los excedentes o beneficios de unos años para compensar los defectos de los posibles ejercicios que arrojen pérdidas (v. ya admitiendo esta reserva, para los préstamos participativos, Broseta, 1984:271). La asamblea puede dotar esta reserva atribuyéndole un «carácter finalista» (p.e.: su disposición sólo es posible para el pago de los partícipes hasta que se amorticen los títulos, sin perjuicio de su uso para la compensación de pérdidas) ya que si puede dotar reservas no repartibles (arg. artículo 58.3 LCoop) también ha de poder dotar reservas «de reparto limitado».

Por otra parte, cuando se haya establecido la retribución en función de los resultados de la cooperativa, ha de entenderse que se trata sólo de los positivos pero que no podrán imputarse pérdidas de ejercicio a los *títulos participativos*. Dos motivos sustentan esta afirmación. De una parte, la imputación de pérdidas se limita a los socios usuarios porque deriva del derecho y deber que tienen éstos de participar en la actividad que desarrolla la cooperativa con la consiguiente diferencia entre los ingresos ordinarios cooperativos y los gastos que son deducibles (Fajardo, 1997:240-241). De otra, porque de mantener lo contrario resultaría que dichos títulos se convertirían en verdaderas cuentas en participación que, como se ha dicho, constituyen una de las fórmulas de financiación muy distinta (artículo 54.3 LCoop o 65.6 LCEusk)<sup>30</sup>.

29.- En la emisión de títulos participativos de la cooperativa *Projectae*, SCCL, que podía suscribirse hasta el día 30 de marzo de 2010, se especifica que la rentabilidad consistirá en un 5 por 100 de interés fijo y una remuneración sobre resultados fijada en un 20 por 100 del resultado cooperativo del ejercicio del año 2011 (v. la información publicada de la emisión en [www.projectae.cat/titles/booking\\_info](http://www.projectae.cat/titles/booking_info) que, además, incluye una proyección de los rendimientos previstos sobre una participación en función de diferentes supuestos –pesimista, posible, previsto y optimista– de resultados).

30.- Es común aceptar que la diferencia entre las cuentas en participación y los préstamos participativos se encuentra es que en las primeras existe una comunidad de riesgos que comprende tanto la participación en los beneficios como en las pérdidas (García Villaverde, 1994:1086).

El peculiar funcionamiento económico de la cooperativa puede afectar a la retribución variable de los *títulos participativos*. En concreto, el excedente será mayor o menor en función de los anticipos efectuados a favor de los socios y, además, puede llegar a ser inexistente como consecuencia de estos anticipos si la cooperativa desarrolla políticas de excedente cero (Borjabad, 2001: 35; Paniagua, 2005:271). Para solventar este problema se ha propuesto que el cálculo del beneficio, a efectos de determinar la retribución de los títulos, incluya los anticipos efectuados a favor de los socios. Sin embargo, esta fórmula no resulta del todo equitativa ya que los anticipos pueden no ser beneficios en sentido estricto sino gasto que la empresa debe considerar para el cálculo de los excedentes. Y es por ello que es común concluir que lo más indicado es que la cooperativa otorgue a los socios la ventaja mutualista siempre recurriendo al retorno cooperativo (Pastor, 2002: 318) aunque, sin duda, una política de excedente muy restrictiva desincentivará la suscripción de los títulos.

Una crítica bastante extendida a los *títulos participativos* se encuentra en que esa participación en los beneficios cooperativos que ahora examinamos se califica de contraria a la filosofía cooperativa por un doble motivo: de una parte, ya que permite participar de esos excedentes a personas distintas de los socios cooperativos y, de otra, porque se consigue participar en los beneficios en función de la aportación al capital (Monge, 1999:735 y 751; Bel y Fernández, 2002:121-122). Pese a lo cierto de ambas afirmaciones creemos que ninguna de ellas es lo suficientemente fundada como para negar su existencia. En efecto, a nuestro modo de ver el legislador ha primado claramente la supervivencia de la cooperativa mediante la obtención de los recursos precisos para hacer frente a su actividad sobre el interés en mantener la pureza de la filosofía cooperativa. Pero, es más, al optar por esta decisión no puede dejar de reconocerse que el legislador protege también este último interés ya que la misma existencia de una filosofía cooperativa depende, en última instancia y como es obvio, de la existencia de estas sociedades.

Aunque se trate de una participación en los beneficios de la cooperativa, desde el punto de vista contable y fiscal tiene la consideración de gasto financiero variable (Bel y Fernández, 2002:122). En este sentido, es muy claro el artículo 89.2 *Ley andaluza* cuando, para determinar los resultados cooperativos, incluye como gastos “*las remuneraciones satisfechas a los suscriptores de títulos participativos*” pero a la misma conclusión ha de llegarse con las demás leyes de cooperativas y, como muestra, basta recordar el artículo 57.2.b) LCoop que considera como gastos la remuneración de las “*inversiones financieras de todo tipo captadas por la cooperativa, sea dicha retribución fija, variable o participativa*”.

Por lo que se refiere a las fórmulas de interés fijo, el artículo 55.5 *Ley aragonesa* establece que el interés fijo deberá respetar los “*límites establecidos en esta Ley*”. La doctrina ha señalado que la remisión debe entenderse hecha a los límites de remuneración de las aportaciones voluntarias (Morillas y Feliú, 2002:413) y, por tanto, no pueden superar en cinco puntos el tipo de interés básico del Banco de España (artículo 51 *Ley aragonesa*)<sup>31</sup>. El silencio de las demás leyes, entre ellas la estatal, debe interpretarse en el sentido de que la fijación del tipo de interés fijo no está sujeta a aquellos límites (Pastor, 2002:316). Además del propio silencio legal, otras dos razones avalan esta conclusión. En

primer lugar, la existencia de tales límites sería contraria al objetivo de estos títulos que, en resumen, radica en que la cooperativa obtenga recursos para el desarrollo de su actividad y, en particular, ingresos de terceros para cuya captación es preciso ofrecer un tipo de interés atractivo. Y, en segundo término, al no tratarse de aportaciones al capital social, no quedan condicionadas por el tercer principio cooperativo que, por lo que ahora interesa, señala que la compensación del capital entregado como condición para ser socio será limitada (Gómez Aparicio, 2000:93).

La referencia al interés fijo ha de interpretarse como un *interés independiente de la evolución de la actividad*. Desde esta perspectiva, es posible que se trate de un interés fijo en sentido estricto (p.e.: un 3 por 100) o de un interés variable en función de criterios diferentes a la evolución de la actividad de la cooperativa (p.e.: Euribor más 0,50 puntos) [v. BUSTOS, 2002:21, 22, 42, 47, 49-51 y 56, con varios ejemplos prácticos basados en la aplicación del artículo 20.1.a) RDL 7/1996].

En cualquier caso, la forma de retribución (p.e.: variable o mixta) y su cuantía (p.e.: tipo de interés fijo o porcentaje de participación en los beneficios de la cooperativa) deben venir determinados en el acuerdo de emisión, como invariablemente reconocen las distintas leyes cooperativas (artículos 54.2 LCoop, 65.5 LCEusk o 62.2 LCCat). Este acuerdo deberá determinar asimismo los períodos de pago de dicha retribución (p.e.: trimestral, semestral o anual). Por lo que respecta al lugar de pago, también debería preverse en el acuerdo pero, en su defecto, deberá aplicarse la regla general de pago en el domicilio del deudor, es decir, en el domicilio social de la cooperativa (arg. artículo 1171 III Código Civil).

31.- El «tipo de interés básico del Banco de España» fue definido en la Orden Ministerial de 21 de julio de 1969 y su último valor, del 8 por 100, fue fijado mediante Orden Ministerial de 23 de julio de 1977. A partir del 1 de enero de 1998 y en virtud de la norma derogatoria única de la Ley 66/1997 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, dicho índice quedó derogado. Las referencias efectuadas en la legislación vigente al tipo básico se entienden realizadas, a partir de ese momento, al interés legal del dinero, de acuerdo con el artículo 68 de la citada Ley 66/1997, de 30 de diciembre (hoy en día es establecido en el 4 por 100 según la DA 18ª.1 de la Ley 26/2009 de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010). Con todo, es claro que el mencionado artículo 51 Ley aragonesa, de 22 de diciembre de 1998, es un tanto trasnochado al recurrir todavía a dicho tipo de interés básico.



## 5.- Derechos políticos

La característica principal de estos *títulos participativos* es, como se ha dicho, su carácter «participativo» en el sentido de que sus titulares serán retribuidos en función de la evolución patrimonial (favorable) de la cooperativa. Sin embargo, en la mayoría de las leyes también se prevé que, si el acuerdo de emisión lo establece, también puedan tener una participación en (alguno de) los derechos políticos de la sociedad. En concreto, se prevé esta «participación política» hasta en tres derechos distintos.

En *primer* lugar, prácticamente todas las leyes de cooperativas contemplan que el acuerdo de emisión *pueda* prever la atribución a los titulares del derecho de asistencia a la asamblea general de la cooperativa. Este derecho de asistencia comprende el derecho de voz o intervención en la asamblea pero en ningún caso el derecho de voto, como se encargan de señalar de forma imperativa los distintos textos legales (cfr. artículos 54.2 II LCoop, 65.5 II LCEusk, 62.3 LCCat O 62.4 III LCCVal). Solución que, por otra parte, parece correcta ya que en ese vínculo de financiación no existe la relación societaria que constituye el presupuesto del reconocimiento del voto (García Villaverde 1994:1110; Fradejas, 1994:348).

El legislador catalán aclara que se trata del derecho de asistencia de los “*titulares que no son socios*” (artículo 62.3 LCCat) lo que debe entenderse predicable de cualquier otra ley, por un doble motivo. De una parte debido a que los socios ya poseen derecho de asistencia con independencia de su condición de titulares de instrumentos de financiación externa por lo que reconocer ese derecho no tendrá sentido en la gran mayoría de casos. Y de otra, puesto que no parece razonable que si un socio carece de ese derecho (p.e.: por haber sido sancionado [arg. artículo 18.4 LCoop]) pueda recuperarlo por el simple hecho de ser título partícipe.

Como se ha destacado, se trata solamente de una *posibilidad* a establecer en el acuerdo de emisión, de forma que su falta de reconocimiento equivale a su inexistencia.

Este posible reconocimiento del derecho de asistencia individual a la asamblea tiene, a nuestro juicio, una importante consecuencia: *convierte en inaplicable la normativa reguladora de la emisión de obligaciones por sociedades no anónimas que exige la constitución de un sindicato que agrupe a los titulares y la designación de un comisario, ya sea a iniciativa de la sociedad ya, en su defecto, de los propios titulares que representen, como mínimo, el 30 por 100 del total de la emisión, previa deducción de las amortizaciones realizadas (artículo 6 Ley 211/1964) [v. sin embargo, defendiéndolo, Pastor, 2002:311-312]*<sup>32</sup>. La razón es simple: el legislador ha previsto un sistema de defensa individual de los

32.- El artículo L228-37 Code de Commerce establece precisamente que los tenedores de títulos participativos de una misma emisión “se asociarán de pleno derecho para la defensa de sus intereses comunes en una entidad que gozará de personalidad civil”.

intereses de los tenedores de *títulos participativos* que, a pesar de que está condicionado al acuerdo de emisión, no resulta compatible con el mecanismo de tutela colectiva de tales intereses que supone la creación de un sindicato de partícipes y atribución de su representación a la figura del comisario.

En *segundo* término, el legislador catalán establece que el acuerdo de emisión *podrá* reconocer a los titulares el derecho de asistencia a las reuniones del consejo rector, igualmente con voz pero sin voto (artículo 62.2 LCCat). Más indeterminadas son otras leyes cuando se limitan a decir que el acuerdo de emisión “*garantizará la representación y defensa de los intereses de los suscriptores (...) en el Consejo Rector*” (artículos 62.4 III LCCVal y 57.4 *Ley madrileña*) lo que podría permitir reservarles incluso algún puesto como miembros de ese consejo<sup>33</sup>. En este sentido, se ha producido un retroceso con respecto a la primera regulación de los *títulos participativos* en nuestro país, puesto que allí se preveía que los portadores de estos títulos tenían derecho a tener hasta tres representantes en el Consejo Rector, con voz y sin voto, de acuerdo con las condiciones establecidas en la emisión<sup>34</sup>.

Por *último*, el artículo 70.1.c) *Ley castellano-leonesa* otorga a los titulares el derecho a obtener la misma información que cualquier socio de la cooperativa, derecho que fue recogido asimismo en el (hoy derogado) artículo 60.4.1.a) TRLCCat<sup>35</sup>. Esta atribución, que se hace en términos imperativos y por tanto con independencia de que venga o no previsto en el acuerdo de emisión, parece un tanto excesiva dada la amplitud con que se reconoce en las cooperativas el derecho de información a los socios (Morillas y Feliú, 2002:175-179; Paniagua, 2005:178-180). Es por ello que seguramente sería más razonable, desde el punto de vista tanto jurídico como económico, otorgarles el derecho de información solamente respecto de aquellos aspectos que puedan incidir en su posición de propietarios de *títulos participativos*. Con todo, el ámbito del derecho de información seguirá siendo muy amplio dado el comprensible interés que tienen en la marcha de la cooperativa y, concretamente, en sus resultados.

Las restantes leyes de cooperativas, y en particular las que de forma prioritaria centran nuestra atención, no reconocen ningún derecho de información a los tenedores de los *títulos participativos*. Ante este silencio, debemos convenir que estos partícipes tendrán el derecho de información que les reconozca el acuerdo de emisión. En su defecto, carecen de dicho derecho, y ello aunque se les atribuya por el acuerdo de emisión del derecho a asistir a la asamblea ya que éste no va acompañado en ningún caso de derecho de voto, que sería el que verdaderamente justificaría el derecho a ser previamente informado<sup>36</sup>.

33.- La referencia a los “suscriptores” que hacen estas y otras leyes ha de entenderse en realidad realizada a los «titulares» o a los «partícipes» ya que los derechos corresponden tanto a los titulares originarios como también a los derivativos (Morillas y Feliú, 2002:414). Esta observación no es baladí si tenemos en cuenta que pueden ser valores mobiliarios y, como tales, susceptibles de tráfico generalizado e impersonal.

34.- El artículo 60.4.1.c) TRLCCat 1992 añadía que, en cualquier caso, el número de representantes no podía exceder el 25 por 100 de los miembros del consejo.

35.- Norma extraída del derecho francés donde también los tenedores de títulos participativos “podrán tener acceso a los documentos sociales en las mismas condiciones que los accionistas” (artículo L228-37 Code de Commerce).

36.- Es pacífico aceptar que el derecho de información es instrumental al derecho de voto: v. entre muchas, la Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de octubre de 2005 (RJ 2005/6911), con cita de otras, y en el ámbito específicamente cooperativo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 28 de marzo de 2007 (RJ 2007/1790) donde se afirma que “el derecho esencial de información de los socios y cooperativistas presenta un neto carácter instrumental, y en tal sentido puede calificarse de prestacional, en la medida en que se articula en función de otro derecho si cabe aun más esencial, cual es el de voto, cuyo adecuado ejercicio ha de garantizarse facilitando al socio o cooperativista toda la información necesaria que le permita formar su criterio y tomar parte activa en la vida social mediante la emisión de su voto con el debido fundamento”.

Los derechos de los tenedores de *títulos participativos* no terminan con los específicamente previstos en los preceptos que regulan estos instrumentos de financiación. Así, por un lado, también ha de aceptarse que ostentan los derechos que pueden ser ejercitados por cualquier tercero con interés legítimo (p.e.: según el artículo 31.4 LCoop, ha de considerarse que tienen este interés para impugnar, por causa de nulidad, el acuerdo de aprobación de cuentas anuales que fije el beneficio que sirva de base para retribuir los títulos) o, en general, por los acreedores (p.e.: derecho de oposición en caso de fusión y escisión, según el artículo 66 LCoop) [v. con otra opinión, Macías, 2002:59]. Y, por supuesto, nada impide, por otro lado, que el acuerdo de emisión confiera otros derechos a los partícipes (p.e.: derecho a la amortización anticipada de los títulos en caso de que concurran determinadas circunstancias, derecho de suscripción preferente de nuevas emisiones de títulos, etc.).

## 6.- Transmisión

Como antes se ha dicho, la creación de la figura de los *títulos participativos* está estrechamente vinculada a la facilidad de negociación derivada de su liquidez por lo que, de acuerdo con la regla general de libre transmisibilidad de los mismos (artículo 25.5 LMV), parece del todo razonable sostener que los *títulos participativos* han de considerarse esencialmente transmisibles, sin perjuicio de las eventuales restricciones que puedan establecerse en el acuerdo de emisión.

El régimen de transmisión de los *títulos participativos* dependerá, como es fácil suponer, de la forma de representación que adopten (título al portador, título nominativo o anotación en cuenta). En concreto, cuando se trata de representación mediante títulos resulta aplicable el artículo 290.2 LSA, relativo a las obligaciones, cuando dice que “*serán transferibles con sujeción a las disposiciones del Código de Comercio y a las Leyes que le sean aplicables*” y, por tanto, el régimen será distinto según se trate de títulos al portador o nominativos.

Así, los *títulos participativos* al portador serán transmisibles por la simple entrega o tradición del documento (artículo 545 Código de Comercio) aunque su validez quedará condicionada a la intervención de fedatario público cuando no se efectúe con la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores o de una entidad de crédito (DA 3ª LMV)<sup>37</sup>.

37.- La doctrina mercantil estima mayoritariamente que la ausencia de escritura pública enerva los efectos transmisivos pero no los obligatorios, de modo que las partes pueden complerse recíprocamente a la cumplimentación del trámite formal (v. por todos, Madrid, 1990:42).

Por su parte, los *títulos participativos* nominativos han de considerarse transmisibles tanto por endoso como también mediante cesión ordinaria. Este último mecanismo de circulación no ofrece dudas por cuanto se trata de la vía ordinaria y general de transmisión de derechos de crédito (cfr. artículos 1526 Código Civil y 347 y 348 Código de Comercio). La posibilidad de transmitir por endoso es consecuencia de que éste constituye el mecanismo de circulación natural de los valores mobiliarios nominativos, como sucede con las acciones (artículo 56 LSA) o los títulos hipotecarios (artículo 22 de la *Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario*).

En caso de representación mediante anotaciones en cuenta, la transmisión de los *títulos participativos* se regirá por lo dispuesto en la normativa del mercado de valores y, más concretamente, en los artículos 9 LMV y 12 del *Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*. Estos preceptos disponen que la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta “*tendrá lugar por transferencia contable*” y que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente “*producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos*”, añadiendo que la transmisión “*será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción*”.

El acuerdo de emisión podrá limitar la transmisibilidad de los *títulos participativos* a ciertos grupos de personas en cuyo caso, como antes se dijo, los valores mobiliarios no tendrán la consideración de negociables. Cuando el acuerdo de emisión guarde silencio sobre tal particular, los *títulos participativos* han de entenderse libremente transmisibles a cualquier persona. Esta libertad será con toda probabilidad el supuesto ordinario si tenemos en cuenta que las cláusulas limitativas privan al título de uno de sus principales atractivos, a saber: la liquidez (v. para las obligaciones, Torres, 1992:133)<sup>38</sup>.

Por último, y desde la perspectiva fiscal, habrá de aplicarse el artículo 108 LMV y, por tanto, la transmisión de los *títulos participativos* emitidos en forma de valores quedará exenta del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados<sup>39</sup>.

38. - En este sentido, las emisiones de títulos participativos analizadas permiten la adquisición de títulos a cualquier persona, física o jurídica, pública o privada (v. [www.coop57.coop](http://www.coop57.coop)) aunque en el caso de *Projectae, SCCL* se exige que tenga su residencia en la Unión Europea (según acuerdo aprobado del proyecto de emisión, que hemos consultado gracias a los responsables de la cooperativa emisora).

39. - V. también, declarando esta exención, artículo 45.I.B).9 del *Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados*.

## 7.- Amortización

El actualmente derogado artículo 60.4.3 TRLCCat 1992 establecía que la amortización del título participativo no podía ser inferior a tres años ni superior a veinticinco. Este amplio plazo llevó a la doctrina a afirmar que, aunque jurídicamente se tratara de fondos ajenos, desde el punto de vista económico tenían la misma función que los fondos propios ya que permitían dar estabilidad financiera a la cooperativa (Pastor, 2002:320). Hoy en día ninguna de las vigentes leyes de cooperativas establece límite alguno (mínimo o máximo) al plazo de amortización dejando su fijación por entero al acuerdo de emisión (cfr. artículos 54.2 II LCoop, 65.5 II LCEusk o, menos explícitamente, 62.2 LCCat).

El plazo de amortización, no obstante, *debe existir* ya que el legislador impone que el acuerdo de emisión *concrete dicho plazo* (artículos 54.2 LCoop y 65.5 LCEusk)<sup>40</sup>. No es posible, por tanto, una emisión de *títulos participativos* sin que conste en el acuerdo de emisión el plazo de vencimiento. Ahora bien, y dado que no hay límites temporales, nada obsta a que éste coincida con la aprobación de la liquidación de la cooperativa otorgando a la financiación la máxima estabilidad temporal posible<sup>41</sup>.

Llegado el plazo de vencimiento de los títulos, la cooperativa debe proceder al reembolso de las cantidades aportadas por sus partícipes en el plazo y forma previstas en el acuerdo de emisión. La renovación de los títulos por un nuevo plazo y al mismo o diferente tipo de interés requiere, a nuestro juicio, acuerdo previo de la asamblea general de la cooperativa<sup>42</sup>. De otro modo, se estaría vulnerando la competencia indelegable de este órgano para decidir la emisión de títulos estableciendo, entre otros extremos, su remuneración o el plazo de amortización (cfr. artículo 54.2 LCoop)<sup>43</sup>.

La posibilidad de *amortización anticipada* de los títulos no debe ofrecer duda cuando se haya previsto en el acuerdo de emisión<sup>44</sup>. Por lo demás, este acuerdo fijará los parámetros de la amortización anticipada como, por ejemplo, en qué circunstancias puede producirse, quién puede solicitarla y en qué momento, la penalización a que queda sujeta, etc.

40.- Todavía más claras a este respecto son aquellas leyes que establecen que el suscriptor realiza una aportación económica "por un tiempo determinado" (p.e.: artículo 86.5 II Ley andaluza) o "por tiempo predeterminado" (p.e.: artículo 62.4 II Ley valenciana).

41.- En el ámbito de los préstamos participativos, un sector de la doctrina mercantil defiende que no se admite la duración indefinida, ya sea mediante silencio respecto al plazo de amortización o mediante pacto expreso (Colino, 2007:782), pero en cambio otros autores consideran que la fijación de dicha duración es posible, por cualquiera de esas dos vías (Palá, 1998:471-472).

42.- Un ejemplo de renovación puede encontrarse recientemente en la emisión de títulos participativos que la cooperativa L'Olivera, SCCL, hizo en otoño del año 2007 por un plazo de dos años. Dos meses antes de cumplirse la fecha prevista de devolución del capital, la cooperativa informó que se podía optar por renovar los títulos durante un año con un nuevo tipo de interés. Más del 75 por ciento de los titulares ejercitaron  
43.- V. supra n. 3 [Acuerdo de emisión].

44.- Así, por ejemplo, en la emisión de títulos participativos que realizó la sociedad cooperativa L'Olivera, SCCL, el díptico informativo publicado de la emisión preveía la "devolución anticipada" del importe de la aportación destinada a suscribir la emisión de títulos participativos, con recompra del título y garantizando la devolución íntegra en un período máximo de diez días hábiles desde el momento de la solicitud. En este caso, en lugar del interés del 4,25 por 100 se pagaría un interés anual del 1 por 100 y en función del tiempo transcurrido (v. dicho díptico en [www.coop57.coop/esp/actualidad/0711\\_olivera.html](http://www.coop57.coop/esp/actualidad/0711_olivera.html)).

En el caso de que este acuerdo guarde silencio sobre esa posibilidad, habrá que acudir a las normas generales que regulan las obligaciones a plazo para llegar a la conclusión que éste se establece en beneficio tanto del deudor como del acreedor (arg. artículo 1127 Código Civil) y entender que no es posible la amortización anticipada de los títulos sin el consentimiento de los sujetos afectados o sin que concurra alguna otra de las circunstancias que hacen que alguna de las partes pierda el derecho a utilizar el plazo (p.e.: incumplimiento de sus obligaciones [Broseta, 1984:257-258]). Por lo demás, el interés de deudor y acreedor en el mantenimiento del plazo resulta evidente, ya que a la cooperativa le interesará no perder los recursos aportados y al partícipe percibir los intereses correspondientes a todo el período acordado. Sin embargo, una vez más, la opción que se escoja debe ser ponderada adecuadamente por la cooperativa ya que constituye un elemento que puede desincentivar la suscripción de los títulos.

En caso de que se produzca la amortización anticipada, acudiremos de nuevo a la regulación específica de los préstamos participativos que, en el segundo inciso del artículo 20.1.b) RDL 7/1996 dispone que *“en todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos”*. La expresión «en todo caso» permite concluir que esta norma es aplicable cualquiera que sea la causa por la que se ha producido la amortización anticipada de los títulos.

Esta regla, que parece incomprensible dada la condición de recursos ajenos de los *títulos participativos*, se explica cuando tenemos en cuenta que estos títulos también son subordinados. En efecto, estos recursos constituyen una garantía adicional para los acreedores sociales ordinarios ya que, en orden a la prelación de créditos, se sitúan entre ellos y los socios y de este modo se entiende que el reembolso anticipado del préstamo provocará la disminución de esa garantía que es lo que precisamente pretende evitar el legislador. En definitiva, lo que se persigue es que no se altere la solvencia financiera de la cooperativa (García Villaverde, 1997:16-17) o, en otros términos, *“que se mantenga la misma ratio de solvencia existente antes de la amortización”* (Bustos, 2006:27).

Por otro lado, son aplicables las soluciones ofrecidas por la doctrina con relación a los préstamos participativos sobre las operaciones de incremento de fondos propios admisibles para «compensar» la amortización anticipada (Bustos, 2006:27-28; Colino, 2007:782-783). No obstante, las fórmulas que consisten en un aumento del capital social deben tener en cuenta el carácter variable que éste tiene en las sociedades cooperativas para concluir que existe incremento de fondos propios si se aumenta la cifra contable de capital social aunque este aumento no tenga reflejo estatutario y registral. Para esta elevación se pueden utilizar nuevas aportaciones de socios –nuevos o existentes, obligatorias o voluntarias–, pero no la conversión de reservas o excedentes disponibles. Esta conversión, que ha sido aceptada en sociedades de capital porque significa afectar patrimonialmente cuantías que antes podían ser distribuidas entre los socios (Colino, 2007:782-783; pero *contra*, Domínguez, 1998:23; o Bustos, 2006:27), no puede admitirse en la sociedad cooperativa debido a que el capital constituye en la práctica un exigible al contrario que en las sociedades de capital que figura como no exigible.

## 8.- Tratamiento contable

El tratamiento contable de los *títulos participativos* se halla en la norma séptima de la ya mencionada Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las Sociedades Cooperativas. Esta norma, por lo que ahora interesa, establece por un lado que los *títulos participativos* “*forman parte de los fondos ajenos*” y su tratamiento contable es el establecido para los préstamos participativos en el artículo 20 RDL 7/1996 de forma que “*se consideran como deudas de la cooperativa*”. Por otro lado, esa norma también dispone que la retribución de los fondos ajenos –y, por tanto, de los *títulos participativos*– se registrará como un gasto financiero, formando parte del resultado financiero, a pesar de que su importe pueda fijarse a partir del resultado de la cooperativa.

Los títulos participativos son, como se ha dicho, «valores de deuda» de la cooperativa y, por tanto, *fondos o recursos ajenos* (v. por muchos, Pastor, 2002:305 y 320; Bel y Fernández, 2002:121). Ahora bien, puesto que es posible que se fijen vencimientos a muy largo plazo, los títulos permiten dar estabilidad financiera a la cooperativa durante su existencia, por lo que desde un punto de vista económico pueden cumplir la misma función que los fondos propios (Pastor, 2002:320).

La remisión al artículo 20 RDL 7/1996 para el tratamiento contable significa ahora, después de la derogación del apartado 2, la aplicación de la letra d) del apartado 1 de dicho precepto, que considera a los préstamos participativos patrimonio contable a los solos efectos de reducción del capital y liquidación de la sociedad<sup>45</sup>.

La referencia a la reducción por pérdidas ha de entenderse realizado, tratándose de la normativa estatal, al artículo 45.8 III LCoop, que obliga a la misma “*cuando por consecuencia de pérdidas su patrimonio contable haya disminuido por debajo de la cifra de capital social mínimo que se establezca en los estatutos y hubiese transcurrido un año sin recuperar el equilibrio*”<sup>46</sup>. Por el contrario, el legislador estatal no incluye entre los supuestos de disolución forzosa ninguno similar al previsto en los artículos 260.1.4º LSA o 104.1.e) LSRL y consistente en pérdidas que hayan disminuido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social. Sin embargo, esta causa de disolución sí viene contemplada por alguna de las leyes autonómicas, tomando como referencia el capital mínimo estatutario [p.e.: artículos 93.1.g) *Ley madrileña* o 96.g) *Ley murciana*].

45.- Téngase en cuenta que hasta la Ley 10/1996, de 18 de diciembre, cuya DA 2ª modificó el artículo 20 RDL 7/1996, los préstamos participativos eran calificados como fondos propios aunque fuera solamente a los efectos de apreciar la solvencia de la empresa deudora (Bustos, 1996:20 y 28-29). Por otra parte, también es aplicable a las sociedades cooperativas la Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, por la que se fijan los criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de la reducción de capital y disolución de sociedades reguladas por la legislación mercantil.

46.- Norma que, sin embargo, no tiene parangón en las leyes autonómicas de las que nos ocupamos con preferencia.

Nótese, sin embargo, que los títulos participativos solamente se considerarán patrimonio contable a estos dos efectos (reducción y disolución), sin que esta circunstancia modifique su naturaleza de recursos ajenos. Por ello, los titulares gozan de la consideración de acreedores de la sociedad y se les atribuyen los derechos asociados a esta condición, en particular derivados del derecho concursal, aunque a estos efectos (y de nuevo) deberá tenerse en cuenta su subordinación (p.e.: para negarles derecho de voto en la asamblea de acreedores, según el artículo 122.1.1º de la *Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*) [Domínguez, 1998:23-24]<sup>47</sup>.

La retribución de los títulos participativos constituye un gasto financiero para la cooperativa aunque venga condicionada y determinada a partir de los beneficios o excedentes de la cooperativa. Esta disposición recalca que, a pesar de ser considerado en ocasiones como patrimonio contable, estamos ante un instrumento de deuda y, por tanto, con naturaleza de recurso ajeno. De este modo, los títulos participativos son un recurso ajeno con capacidad para comportarse como un recurso propio en aquellas situaciones en que se vea comprometida la solvencia o supervivencia de la empresa (Bustos, 2006:33).

Por último, y en materia de contabilización, los títulos participativos figurarán en el pasivo del balance, en las agrupaciones «acreedores a largo plazo» o «acreedores a corto plazo». El ICAC ha creado dos cuentas, en función del plazo de vencimiento: «157. Otras participaciones a largo plazo» y «507. Otras participaciones a corto plazo». En la práctica, y para proporcionar la mayor información posible, sería interesante crear desgloses a cuatro dígitos que identifiquen más claramente el tipo de financiación usado.

*47.- Ha de rechazarse, por lo tanto, la opinión doctrinal según la cual los títulos participativos no pueden servir para evitar la reducción de capital o la disolución de la sociedad por consecuencia de pérdidas (Cabaleiro y Rodríguez, 2002:699; Pastor, 2002:305). En cambio, sí ha de aceptarse cuando sostiene que los títulos participativos no pueden utilizarse para evitar la insolvencia de la sociedad y el consiguiente deber de solicitar el concurso (Pastor, 2002:305).*



## Bibliografía

- BEL DURÁN, P. y FERNÁNDEZ GUADAÑO, J. (2002): "La financiación propia y ajena de las sociedades cooperativas", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, nº 42, pp. 101-130.
- BENON, M. (1990): "Les titres participatifs". En AA.VV.: *Les outils de renforcement des fonds propres de cooperatives*, CIRIEC-España, Cuadernos de Trabajo nº 8, Valencia.
- BORJABAD GONZALO, P. (2001): "La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999". En: *La Sociedad Cooperativa en la ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas* (coord.: F.J. Alonso Espinosa), Comares, Granada, pp. 1-40.
- BOULOC, B. (1983): "Les nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs", *Revue des Sociétés*, 1983, pp. 501-516.
- BROSETA PONT, M. (1984): "Régimen de los «préstamos participativos»", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 14, pp. 247-290.
- BUSTOS CONTELL, E. (2006): *El préstamo participativo en la financiación de la PYME*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- CABALEIRO CASAL, M.J. y RODRÍGUEZ DE PRADO, F. (2002): "Las fuentes de financiación participativa: análisis y consideración de su utilización sobre la renta de los socios de las empresas de participación". En: *XVI Congreso Nacional y XII Congreso Hispano-Francés de la Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, pp. 695-705.
- CELAYA ULIBARRI, A. (1995): *Acceso de las cooperativas al mercado de capitales*, Mondragón.
- COLINO MEDIAVILLA, J.L. (2007): "El préstamo participativo". En SEQUEIRA, A., GADEA, E. y SACRISTÁN, F. (Dir.): *La contratación bancaria*, Dykinson, Madrid, pp. 773-791.
- DOMÍNGUEZ, J.L. (1998): "Los préstamos participativos", *Partida Doble*, nº 87, pp. 20-27.
- FAJARDO GARCÍA, I.G. (1997): *La gestión económica de la cooperativa: responsabilidad de los socios*, Tecnos, Madrid.
- FAJARDO GARCÍA, I.G. (2005): "La masa activa y pasiva en el concurso de cooperativas". En: *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 5, Marcial Pons, Barcelona/Madrid, pp. 5235-5280.
- FRADEJAS RUEDA, O. (1994): "Créditos participativos". En: *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, Operaciones bancarias de activo y pasivo, vol. 1, Banco Central Hispanoamericano, Madrid, pp. 331-355.

- GADEA, E., SACRISTÁN, F. y VARGAS VASSEROT, C. (2009): *Régimen jurídico de la sociedad cooperativa del siglo XXI. Realidad actual y propuestas de reforma*, Dykinson, Madrid.
- GARCÍA VILLAVERDE, R. (1994): "Créditos participativos". En: *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, vol. II, La Ley, Madrid, pp. 1081-1123.
- GARCÍA VILLAVERDE, R. (1997): "Créditos participativos", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 9, pp. 13-24.
- GÓMEZ APARICIO, P. (2000): "Algunas consideraciones sobre la remuneración del capital social en las sociedades cooperativas", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, nº 72, pp. 87-97.
- GÓMEZ APARICIO, P. y MIRANDA GARCÍA, M. (2006): "Sobre el régimen económico y financiero particular de las sociedades cooperativas", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, nº 90, pp. 28-56.
- ITURRIOZ DEL CAMPO, J. (2010): "Los procesos concursales en situación de crisis: características de su aplicación a las sociedades cooperativas", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, nº 100, pp. 134-159.
- LARRAÑAGA, J. (1999): "Capítulo VI. Régimen económico". En: *Glosa a la Ley de Cooperativas de Euskadi* (dir. N. Paz), Consejo Superior de Cooperativas de Euskadi, Vitoria-Gasteiz, pp. 221-266.
- MACÍAS RUANO, A.J. (2002): "Consideraciones críticas sobre la fusión, escisión y transformación en la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, nº 78, pp. 51-87.
- MADRID PARRA, A. (1990): "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 37, pp. 23-106.
- MARTÍN LÓPEZ, S., GARCÍA-GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, C. y LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, G. (2010): "Las dificultades de financiación de las empresas de participación ante la crisis económica: la creación de una entidad financiera de crédito como alternativa", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, nº 100, pp. 11-42.
- MARTÍNEZ SANCHIZ, J.A. (1998): "Préstamos y créditos participativos y subordinados", *Anales de la Academia Matritense y del Notariado*, vol. 28, pp. 135-172.
- MORILLAS JARILLO, M.J. (2002): "El ámbito de aplicación de las leyes de sociedades cooperativas". En: *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. V, McGraw-Hill, Madrid, pp. 4745-4812.
- MORILLAS JARILLO, M.J. y FELIÚ REY, M.I. (2002): *Curso de Cooperativas*, 2ª ed., Tecnos, Madrid.
- MONGE GIL, A.L. (1999): "Algunas reflexiones a propósito y sobre la Ley de Cooperativas de Aragón", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 232, pp. 723-754.

- PANIAGUA ZURERA, M. (2005): *La sociedad cooperativa. Las sociedades mutuas de seguros y las mutualidades de previsión social*, vol. 1 de DM12 del *Tratado de Derecho Mercantil* (dir.: M. Olivencia, C. Fernández-Nóvoa y R. Jiménez de Parga), Marcial Pons, Barcelona/Madrid.
- PALÁ LAGUNA, E. (1998): "Algunas cuestiones en torno a la figura del «préstamo participativo» y su nuevo régimen jurídico", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 70, pp. 457-476.
- PASTOR SEMPERE, C. (1995): "Una primera aproximación al régimen jurídico de los títulos participativos en las sociedades cooperativas", *Geórgica*, nº extraordinario 2, pp. 357-369.
- PASTOR SEMPERE, C. (2002): *Los recursos propios en las sociedades cooperativas*, Edersa, Madrid.
- RAGAZZINI, G. (2001): *Nuove norme in materia di società cooperative. Commento alla legge 31 gennaio 1992, n. 59*, Zanichelli, Bologna.
- SANTIAGO REDONDO, K.M. (1994): "La Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas del País Vasco: la flexibilidad en la empresa cooperativa como línea de tendencia", *Relaciones Laborales* 1994/1, pp. 558-574.
- TORRES ESCÁMEZ, S. (1992): *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Civitas, Madrid.
- VARGAS VASSEROT, C y AGUILAR RUBIO, M. (2006): "Régimen económico y fiscal de las cooperativas agrarias y de las SAT. El capital social, determinación de resultados, distribución de excedentes y obligación de auditoría". En: PULGAR EZQUERRA, J. (dir.): *Cooperativas agrarias y sociedades agrarias de transformación*, Dykinson, Madrid, pp. 159-239.