

La financiación ajena de las cooperativas en España

External financing of cooperatives in Spain

Financiamento externo de cooperativas na Espanha

Carlos Vargas Vasserot¹

Recibido: 22 de diciembre de 2024

Aprobado: 12 de enero de 2025

Publicado: 30 de enero de 2025

Cómo citar este artículo:

Vargas Vasserot, C. (2025). La financiación ajena de las cooperativas en España.

Cooperativismo & Desarrollo, 33(131), 1-21.

doi: <https://doi.org/10.16925/2382-4220.2025.01.03>

Artículo de investigación. <https://doi.org/10.16925/2382-4220.2025.01.03>

¹ Doctor en Derecho

Catedrático de Derecho Mercantil

Universidad de Almería



Resumen

Las crisis económicas evidencian la excesiva dependencia que tienen las empresas españolas del crédito y la financiación bancaria. Esta dependencia, tanto para su operativa corriente como para sus necesidades de inversión, es todavía más acusada en el caso de las empresas de menor dimensión. Por otra parte, el modelo cooperativo presenta algunas limitaciones financieras, entre las que destaca la existencia de un elevado porcentaje de socios que evitan incrementar su inversión. En la legislación cooperativa española (que se integra por una ley estatal y 17 leyes autonómicas, más otras sectoriales, referidas a microcooperativas, cooperativas de crédito, etc.) se regulan diferentes instrumentos de financiación externa que intentan combinar la necesidad de inversión de capitales de terceros y que el control y la gestión de la sociedad siga siendo de los socios de la entidad. Este trabajo pretende analizar la regulación de los instrumentos de financiación alternativa con los que cuentan las cooperativas españolas y la utilización efectiva que de ellos hacen en la práctica que, como veremos, es escasa.

Palabras clave: derecho de cooperativas, financiación, crédito.

Abstract

The economic crises highlight the excessive dependence of Spanish companies on credit and bank financing. This dependence, both for their current operations and for their investment needs, is even more pronounced in the case of smaller companies. Furthermore, the cooperative model presents some financial limitations, among which is the existence of a high percentage of members who avoid increasing their investment. Spanish cooperative legislation (which consists of a state law and 17 regional laws, as well as other sectoral laws, referring to microcooperatives, credit unions, etc.) regulates various external financing instruments that attempt to combine the need for third-party capital investment with ensuring that the control and management of the company remains with the entity's members. This paper aims to analyze the regulation of the alternative financing instruments available to Spanish cooperatives and their effective use in practice, which, as we will see, is scarce.

Keywords: cooperative law, financing, credit.

Resumo

A crise econômica destaca a dependência excessiva das empresas espanholas em relação ao crédito e ao financiamento bancário. Essa dependência, tanto para suas operações correntes quanto para suas necessidades de investimento, é ainda mais pronunciada no caso de empresas menores. Além disso, o modelo cooperativo apresenta algumas limitações financeiras, entre as quais a existência de um alto percentual de associados que evitam aumentar seus investimentos. A legislação cooperativa espanhola (que consiste em uma lei estadual e 17 leis regionais, bem como outras leis setoriais, referentes a microcooperativas, cooperativas de crédito, etc.) regula diversos instrumentos de financiamento externo que buscam conciliar a necessidade de investimento de capital de terceiros com a garantia de que o controle e a gestão da empresa permaneçam com os associados da entidade. Este artigo tem como objetivo analisar a regulamentação dos instrumentos alternativos de financiamento disponíveis para as cooperativas espanholas e sua efetiva utilização na prática, que, como veremos, é escassa.

Palavras-chave: direito cooperativo, financiamento, crédito.

Introducción

En contextos de crisis económica —una situación que, por diversas razones, se ha vuelto recurrente en las últimas décadas— se pone de manifiesto la excesiva dependencia de las empresas españolas del crédito y la financiación bancaria. Esta excesiva bancarización ha sido destacada tanto por la doctrina (Pulgar Ezquerra, 2003) como por el preámbulo de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial, que advierte que dicha dependencia afecta especialmente a las empresas de menor tamaño, como las pymes, debido a su limitada escala, enfrentan mayores dificultades para acceder directamente a los mercados financieros. Dado que estas representan la mayoría del tejido empresarial y constituyen el principal motor de empleo en España, cualquier restricción en el acceso al crédito bancario —incluso si se origina en problemas estrictamente financieros— puede tener repercusiones significativas en el conjunto de la economía nacional. En la medida en que la financiación crediticia se ha concentrado en torno a entidades especializadas, al referirnos a los préstamos, estamos pensando en préstamos bancarios, es decir, en la operación de financiación ajena que, respondiendo a las notas definitorias de este contrato, se inserta en la actividad propia de las entidades y establecimientos de crédito.

Por otra parte, el modelo cooperativo presenta algunas limitaciones financieras. Una de ellas es la habitual existencia de un elevado porcentaje de socios que, por distintos motivos, evitan incrementar su inversión y que producen los llamados problemas del horizonte, del polizón y del porfolio (Palau Ramírez et al., 2021). El llamado *problema del horizonte* se evidencia cuando los socios encuentran pocos incentivos a la inversión en las cooperativas, debido a que los beneficios esperables de esa inversión se generan en un horizonte temporal en el que los socios no van a estar presentes, sea por jubilación, sea por el ejercicio de sus derechos de darse de baja de la entidad. El problema del polizón o *free-rider* se da con la incorporación de nuevos socios a la cooperativa, ya que estos, a pesar de no haber tenido que realizar inversiones equivalentes a las de los socios preexistentes, tendrán los mismos derechos a la hora de disfrutar los servicios y resultados de la cooperativa, lo que hace que la inversión allí pierda interés. Por último, el problema del porfolio se refiere a la preferencia de los socios por mantener bajos niveles de inversión en la cooperativa por la falta de alineación entre el nivel de riesgo del socio (cartera de inversiones que él preferiría o porfolio) y el de la cooperativa.

La legislación cooperativa española, tanto la LCOOP como las 17 leyes autonómicas, contienen uno o varios preceptos que regulan diferentes instrumentos de financiación externa de las sociedades cooperativas.

Tabla 1. Leyes de cooperativas de España y su abreviatura

Sigla	Significado	Referencia normativa
LCOOP	Ley de Cooperativas (Estatual)	Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas
LCAND	Ley de Cooperativas de Andalucía	Ley 14/2011, de 23 de diciembre, de Sociedades Cooperativas Andaluzas
LCAR	Ley de Cooperativas de Aragón	Ley 9/1998, de 22 de diciembre, de Cooperativas de Aragón
LCCAN	Ley de Cooperativas de Canarias	Ley 4/2022, de 31 de octubre, de Sociedades Cooperativas de Canarias
LCCANT	Ley de Cooperativas de Cantabria	Ley 6/2013, de 6 de noviembre, de Cooperativas de Cantabria
LCCAT	Ley de Cooperativas de Cataluña	Ley 12/2015, de 9 de julio, de Cooperativas de Cataluña
LCCL	Ley de Cooperativas de Castilla y León	Ley 4/2002, de 11 de abril, de Cooperativas de la Comunidad de Castilla y León
LCCLM	Ley de Cooperativas de Castilla-La Mancha	Ley 11/2010, de 4 de noviembre, de Cooperativas de Castilla-La Mancha
LCCM	Ley de Cooperativas de la Comunidad de Madrid	Ley 2/2023, de 24 de febrero, de Cooperativas de la Comunidad de Madrid
LCCV	Ley de Cooperativas de la Comunidad Valenciana	Decreto legislativo 2/2015, de 15 de mayo, del Consell, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Cooperativas de la Comunidad Valenciana
LCEX	Ley de Cooperativas de Extremadura	Ley 9/2018, de 30 de octubre, de Sociedades Cooperativas de Extremadura
LCG	Ley de Cooperativas de Galicia	Ley 6/2016, de 4 de mayo, de Cooperativas de Galicia
LCIB	Ley de Cooperativas de Islas Baleares	Ley 5/2023, de 8 de marzo, de Sociedades Cooperativas de las Islas Baleares
LCLR	Ley de Cooperativas de La Rioja	Ley 4/2001, de 2 de julio, de Cooperativas de La Rioja
LCPA	Ley de Cooperativas del Principado de Asturias	Ley 4/2010, de 29 de junio, de Cooperativas del Principado de Asturias
LCPV	Ley de Cooperativas del País Vasco	Ley 11/2019, de 20 de diciembre, de Cooperativas del País Vasco
LCRM	Ley de Cooperativas de la Región de Murcia	Ley 8/2006, de 16 de noviembre, de Sociedades Cooperativas de la Región de Murcia

Fuente: elaboración propia.

En la recepción legal de estos instrumentos se aprecia un intento de conciliar, por un lado, la necesidad de atraer capitales de terceros, y por otro, la voluntad de que el control y la gestión de la sociedad permanezcan en manos de sus socios. No obstante, es evidente que los mecanismos de financiación empresarial actúan como puentes entre unidades económicas con excedentes financieros y otras que, por diversas razones —como el saneamiento de deudas, estrategias de expansión, necesidades de inversión o el desarrollo de nuevas líneas de negocio— requieren financiación. A quienes aportan capital les interesa contar con garantías de recuperación del importe invertido, así como con una remuneración en forma de intereses o, en su caso, con una participación en los beneficios de las empresas en las que invierten. Esta lógica financiera puede entrar en conflicto con una visión más conservadora

de lo que tradicionalmente se ha entendido como una cooperativa (Pastor Sempere, 2002). De otro lado, la expansión del mercado financiero ha introducido desde hace décadas valores que rompen con la clásica clasificación bipartita entre títulos de renta variable (acciones) y de renta fija (obligaciones), como por ejemplo las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda en el ámbito de las entidades de créditos y de grandes sociedades de capital, que ha tenido su reflejo en la normativa cooperativa.

Antes de hacer un análisis de algunas de estas figuras de financiación ajena, cabe señalar la regulación de todas ellas parece obedecer más a la creación de nuevas figuras de financiación de las cooperativas (Celaya, 1995) y de principio debe valorarse la conveniencia de crear tantas figuras de perfiles, a veces, difusos y, en todo caso, desconocidas por el público inversor (Vargas Vasserot et al., 2017) y, quizás, considerar el uso de instrumentos más conocidos en el mercado (por ejemplo, las participaciones sin voto o los préstamos participativos).

En la exposición de motivos de la LCOOP de 1999 se señala que uno de los objetivos prioritarios de dicha norma era reforzar la consolidación empresarial de la cooperativa, para lo que flexibilizó, entre otras medidas, acoger novedades en materia de financiación empresarial. Así, frente a la regulación de la Ley 3/1987 General de Cooperativas, que solo preveía como mecanismos de financiación al margen del capital social y de la financiación por los propios socios, el de la emisión de obligaciones, la Ley 27/1999 habilita el acceso a nuevas modalidades de captación de recursos permanentes mediante la emisión de participaciones especiales o de títulos participativos y las cuentas en participación. En esta materia, la LCOOP, como en otros aspectos de su régimen económico, tuvo una clara influencia del texto de la Ley 4/1993 del País Vasco, que regulaba de manera específica las aportaciones especiales, los títulos participativos y las contribuciones basadas en contratos de cuentas en participación.

Por otra parte, unas pocas leyes autonómicas ofrecen un listado cerrado de fórmulas alternativas de financiación de las cooperativas¹, mientras que la gran mayoría, incluida la LCOOP (art. 54.1, 2.º), contienen un apartado en el que se admiten la financiación voluntaria por parte de socios y terceros, "bajo cualquier modalidad jurídica" y en el plazo y condiciones que se establezcan en el correspondiente acuerdo². En los supuestos de que exista esta cláusula, que admite cualquier medio de financiación externa, es más sencillo admitir la posibilidad, en nuestra opinión acertadas, de que las cooperativas puedan utilizar instrumentos de financiación ajena distintos a los específicamente regulados (obligaciones, participaciones especiales, títulos participativos o cuentas en participación).

1 LCEX, LFCN Y LCLR.

2 Art. 55.3 LCAR, art. 83.4 LCCLM, etc.

Tabla 2. Instrumentos de financiación externa regulados en las leyes cooperativas españolas

	Emisión de obligaciones	Participaciones especiales	Títulos participativos	Cuentas en participación	Otras modalidades financiación
LCOOP	X	X	X	X	X (emisiones en serie)
LCAND	X	*	X	No las regula	X (no integren el capital social)
LCAR	X	No las regula	X	No las regula	X
LCCAN	X	X	X	X	X (emisiones en serie)
LCCANT	X	X	X	No las regula	X (emisiones en serie)
LCCAT	X	X	X	X	X (no integran el capital social)
LCCL	X	No las regula	X	No las regula	X (sólo de socios y no integran el capital social)
LCCLM	X	X	X	X	X
LCCM	X	X	X	X	X
lccv	X	No las regula	X	No las regula	X (sólo de socios y asociados)
LCEX	X	No las regula	X	X	No lo regula
LCG	X	No las regula	X	X	X (emisiones en serie)
LCIB	X	X	X	X	X (no integran el capital social)
LCLR	X	No las regula	X	X	No lo regula
LCPA	X	No las regula	X	X	X
LCPV	X	X	X	X	X (sin derecho de voto)
LCRM	X	X	X	No las regula	X (emisiones en serie)
LFCN	X	X	X	X	No lo regula

Fuente: elaboración propia

Un ejemplo muy clarificador sobre la aplicación práctica de estos instrumentos de financiación ajena se encuentra en un estudio reciente de Palau Ramírez et al. (2021). En él se revela que, entre las 50 principales cooperativas agroalimentarias de España, aunque todas presentan altos niveles de endeudamiento, la mayoría de estos fondos provienen de entidades de crédito, proveedores y otros acreedores. Solo una de ellas, la cooperativa almeriense CASI, recurrió a mecanismos de financiación alternativos —como obligaciones, participaciones especiales o títulos participativos— por un importe de 16,7 millones de euros en 2018. Y si —como dicen los autores de este estudio— las grandes sociedades cooperativas, con grandes expectativas de crecimiento y gran volumen de negocio no hacen uso de las obligaciones, participaciones especiales y títulos participativos, el resto de las sociedades cooperativas más modestas, por volumen de actividad y tamaño, tampoco las utilizarán, por lo que, atenderán a sus obligaciones de pago mediante las aportaciones de sus socios y préstamos

bancarios. Quizá una de las razones es el desconocimiento de estos instrumentos financieros o la falta de asesores que diseñen productos financieros atractivos para este tipo de cooperativa, porque solvencia y dimensión tienen suficiente.

La emisión de obligaciones

La emisión de obligaciones fue la primera fórmula de financiación ajena que recogieron las leyes cooperativas españolas. Precisamente, España fue pionera en Europa en regular en una ley de cooperativas la emisión de obligaciones y lo hizo en la Ley 52/1974 General de Cooperativas. En la actualidad, todas las leyes cooperativas españolas, sin excepción, admiten expresamente la emisión de obligaciones por parte de las cooperativas para financiarse. Por ejemplo, la LCOOP dispone de una manera más simplista que sus predecesoras que: "las cooperativas, por acuerdo del consejo rector, salvo disposición contraria en los estatutos sociales, podrán emitir obligaciones. La emisión de obligaciones se regirá por el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, con las adaptaciones que resulten necesarias" (art. 54.1).

Recordemos que una obligación (o bono en la terminología anglosajona) es un instrumento financiero que incorpora un reconocimiento de deuda en dinero que el emisor se compromete a restituir a su titular en un plazo más los intereses preestablecidos en el acuerdo de emisión. Es un valor mobiliario susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, que representa una parte proporcional de un empréstito³. La principal diferencia es que el préstamo lo concede una entidad de crédito y el empréstito el público en general (los ahorradores particulares). Las obligaciones o bonos no se emiten de forma aislada, sino en series numeradas. La sociedad emisora (en nuestro caso, una cooperativa) se compromete a retribuir a los tenedores de los valores (obligacionistas) con un interés que puede ser fijo o variable y a devolver el capital aportado, en la fecha establecida para el vencimiento de los títulos. Ante la falta de un concepto legal de las obligaciones debemos acudir a su concepto doctrinal: valores mobiliarios emitidos como títulos o anotaciones en cuenta necesariamente en serie impresa o numerada, iguales, acumulables, indivisibles y transferibles, en forma nominativa o al portador, que contienen o incorporan un reconocimiento de deuda de dinero (tanto si nace con la suscripción como si los títulos se entregan a quien ya era acreedor), que incluyen la promesa dirigida a cualquier

³ Como reconoce el art. 2.1.a), 2º Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión y el art. 3.1.a), 2º del Real Decreto 814/2023, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

legítimo tenedor de la restitución de su nominal y pago de intereses, propia de todo préstamo (Vicent Chulia, 2022).

Cuando las obligaciones son calificadas como deuda senior o preferente significa que se coloca por delante de otros tipos de deudas y de participaciones preferentes y otra deuda subordinada en el orden de prelación de créditos y, por tanto, es la deuda que antes debe ser devuelta si la compañía emisora va al concurso o a la liquidación y suele ir acompañada de un colateral que garantiza su pago en estos casos. En cambio, la deuda junior o subordinada es aquella que tiene un menor nivel en el orden de prelación de créditos que la deuda senior y, además, no suele ir acompañada de colateral. En cualquier caso, y esto puede ser importante a la hora de decidir su emisión, las obligaciones son deuda y no constituyen fondos propios.

La importante complejidad técnica de un proceso de emisión de obligaciones, que requiere un sofisticado asesoramiento jurídico y financiero, junto con algunas exigencias específicas para la emisión de obligaciones para las cooperativas (como por ejemplo que el importe total de la emisión tenga como límite máximo el capital desembolsado en la sociedad cuando este no suele ser muy cuantioso dado que, por regla general, la titularidad del capital social no otorga derechos políticos y económicos adicionales a los socios; o que la emisión deba ser aprobadas por la asamblea general y a veces con mayorías cualificadas) hace que, excepto en las cooperativas de gran dimensión y solvencia, como pueden ser las de crédito o algunas de consumo, a pesar de que esté admitido en el ordenamiento español desde más de cincuenta años, haya sido sean muy excepcional el uso de esta forma de financiación ajena en el sector cooperativo.

Para terminar este epígrafe, traemos dos noticias de prensa sobre la emisión de obligaciones por parte de dos grandes cooperativas españolas: "EROSKI ha colocado este jueves su oferta de bonos senior garantizados, por un importe nominal de 500 millones de euros a un tipo fijo del 10,625 %, y con vencimiento en 2029. Los intereses serán pagaderos semestralmente" (Europa Press, 17 de noviembre de 2023)).

Grupo Cajamar coloca 500 millones de deuda senior: El Grupo Cajamar colocó a través del Banco de Crédito Social Cooperativo, una emisión de deuda senior por un importe de 500 millones de euros a un plazo de vencimiento de seis años, y cuya demanda alcanzó los 2.100 millones de euros, 4,2 veces más (2024).

Las cuentas en participación

La LCOOP, tras señalar que las cooperativas pueden emitir obligaciones y de títulos participativos, establece que "también podrán contratarse cuentas en participación

cuyo régimen se ajustará a lo establecido por el Código de Comercio" (art. 54.3). La mención de las cuentas de participación entre los mecanismos de financiación externa de las cooperativas, que la LCOOP tomó literalmente de la Ley 4/1993 de Cooperativas del País Vasco (art. 65.6), se recoge expresamente en 11 leyes autonómicas de las 17 que existen en la actualidad.

Las cooperativas, si lo acuerdan sus asambleas generales y no hay una prohibición en contra en sus estatutos, podrán concertar contratos de cuentas en participación ajustándose a lo establecido en los artículos 239 a 243 del Código de Comercio. Se inicia el primero de estos preceptos diciendo que "podrán los comerciantes interesarse los unos en las operaciones de los otros, contribuyendo para ellas con la parte del capital que convinieren, y haciéndose partícipe de sus resultados prósperos o averos en la proporción que determinen". En virtud de este contrato, propio de épocas anteriores, pero que desde hace unos años se ha vuelto a su uso como forma de inversión y de saneamiento de empresas en crisis, una o más personas que se denominan partícipes o cuentapartícipes (personas física o jurídica) aportan bienes (normalmente dinero o fondos) o derechos en favor de un empresario denominado gestor en el caso que nos ocupa, una cooperativa— que los adquiere en propiedad y los integra en su actividad empresarial.

La entrega de dicho capital (lo que no significa que forme parte del capital social de la entidad) la hace el financiador a cambio de participar en los resultados prósperos o adversos de la actividad, sin que el partícipe pueda intervenir en la gestión del negocio o empresa que contribuye a financiar y que desarrolla enteramente el gestor en su nombre, por lo que tienen totalmente limitada su responsabilidad. La inversión va a pasar a la propiedad del gestor hasta que finalice la relación y, en ese momento, el partícipe tiene derecho a la restitución de la aportación aminorada o aumentada en función de los beneficios o pérdidas que arroje la actividad, pero no tiene ni el derecho a la devolución íntegra de la aportación ni a cobrar intereses ni una remuneración por la inversión realizada (lo que lo diferencia de la figura del préstamo y del préstamo participativo), sino que el partícipe participa en el riesgo de la empresa del gestor (Martínez Balmaseda, 2011).

Las cuentas en participación se pueden utilizar para diferentes fines. De un lado, para sanear empresas en crisis o endeudadas, insuflando capital y dotándolas de recursos financieros que van al patrimonio neto. De otro lado, y lo que es más común en el tráfico, para financiar determinadas operaciones o actividades financiando el circulante de una empresa. Tomando un ejemplo equivalente (Alfaro, 2017), no es razonable que una cooperativa agroalimentaria utilice unas cuentas en participación para financiar la ampliación de las instalaciones industriales de la cooperativa, pero, en cambio, sí puede

serlo para llevar a cabo la financiación de una nueva línea de negocio que requiere de mucha inversión y que es algo arriesgada.

Entrando ya en las peculiaridades de las cuentas de participación concertadas por sociedades cooperativas, la primera cuestión que debemos abordar es quiénes pueden ostentar la condición de partícipes o financiadores. En principio, no vemos problema alguno de que estos sean tanto los propios socios de la cooperativa como terceras personas, ya que la mayoría de las leyes cooperativas que reconocen expresamente esta forma de financiación de las cooperativas (LCOOP y ocho autonómicas de las 11 que las regulan), no dicen nada al respecto y otras dos de las que no mencionan a las cuentas en participación en su articulado, tienen una cláusula en la que se permite que la cooperativa acuerde la financiación voluntaria por parte de socios y no socios, bajo cualquier modalidad jurídica admitida en Derecho⁴. En cambio, más dudas nos surgen en el marco de cuatro leyes cooperativas autonómicas que tampoco mencionan la posibilidad de que las cooperativas pueden concertar cuentas en participación. Dos de ellas porque en la cláusula que permite que la asamblea general pueda acordar cualquier modalidad de financiación voluntaria distintas a las reguladas en la ley específica que deben ser “emisiones en serie”, que no es el caso de las cuentas en participación⁵; y otras dos, en esa misma cláusula, especifican que los financiadores deben proceder de los socios y no dicen nada de terceros⁶.

Esto nos lleva a un debate doctrinal habido sobre si este tipo de financiación cuando procede de personas no socias es compatible con los principios cooperativos, ya que aquellas pueden participar en los resultados de la empresa en función de su inversión y no del desarrollo de una actividad cooperativa o cooperativizada. La consideración de que esta posible participación en los beneficios empresariales de la cooperativa colisiona con el contenido del principio cooperativo de participación económica del socio ha llevado a que parte de la doctrina considere que su regulación es un retroceso (Bel Durán y Fernández Guadaño, 2001). En nuestra opinión, coincidente con parte de la doctrina (Martínez Balmaseda, 2011; Rocafort Nicolau, 2010), el legislador cooperativo ha primado la obtención de recursos necesarios para hacer frente a su

4 Art. 62.3.3 LCAND y art. 55.3 LCAR.

5 Art. 74.1 LCRM y art. 69.1 LCCANT (con el mismo texto): “Asimismo, la Asamblea General podrá acordar, cuando se trate de emisiones en serie, la admisión de financiación voluntaria de los socios, de los asociados, o de terceros no socios bajo cualquier modalidad jurídica y con los plazos y condiciones que se establezcan”.

6 Art. 62.3 LCCV: “La asamblea general puede acordar cualquier modalidad de financiación voluntaria de la cooperativa por sus socios y socias y personas asociadas, que en ningún caso integrará el capital social”; art. 70.2 LCCL: “La Asamblea general puede acordar la admisión de financiación voluntaria de los socios, bajo cualquier modalidad jurídica y en el plazo y condiciones que se establezcan en el propio acuerdo”.

actividad sobre la pureza de la doctrina cooperativa y es una muestra más del proceso de asimilación legal del tipo cooperativo al de la sociedad capitalista para hacer a aquel más competitivo en el mercado, algo que los legisladores tienen al margen por ser de aplicación preferente la ley sobre los principios cooperativos (Vargas Vasserot, 2024).

Por todo ello, consideramos que salvo en el ámbito de las dos leyes que limitan los mecanismos de financiación voluntaria a los procedentes de sus socios y que no regulan las cuentas en participación, en el resto de los ordenamientos autonómicos y en el estatal, en el marco de la libertad contractual del art. 1.255 CC, consideramos factible que un tercero ajeno a la cooperativa pueda ser financiador de la entidad a través de unas cuentas en participación. No obstante, parece muy útil que sean los socios de las cooperativas, sean cooperadores, colaboradores o asociados, los que sean partícipes en una cuenta en participación con la cooperativa por el conocimiento que ambas partes tienen del negocio o de la empresa que se quiere capitalizar.

Los títulos participativos

El mercado de valores, como hemos visto, era tradicionalmente un camino abierto, aunque poco transitado, por todas las leyes cooperativas españolas, aunque solo desde la vía de la renta fija a través de la emisión de obligaciones. En cambio, el mercado de renta variable era una vía cerrada para las cooperativas. Esto se debe a que los instrumentos financieros de este tipo, en cuanto que a sus titulares se les hace partícipes de los resultados de la cooperativa, se consideraban poco respetuosos con el tipo societario cooperativo (Pastor Sempere, 2002). Con el objetivo de superar estas restricciones se crearon los títulos participativos, que conjugan las características de las acciones y de las obligaciones y que en realidad son una subespecie de préstamos participativos (Pastor Sempere, 2002), siendo definidos estos como aquellos en los que la entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria que, además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad (art. 20.1.a Real Decreto-ley 7/1996). Sin embargo, hay una gran diferencia entre los préstamos y los títulos participativos es que estos últimos pueden ser valores mobiliarios y emitirse en serie, caso en el que quedarán sujetas a las disposiciones aplicables a la emisión de valores, lo que evidentemente le da la ventaja de la fácil transmisión y su liquidez.

Pero, al mismo tiempo, si los títulos participativos no se emiten en serie, el parecido con los préstamos participativos es evidente. Cabe preguntarse si las cooperativas pueden beneficiarse de préstamos participativos convencionales. En nuestra opinión, no hay razón alguna para que no lo hagan, aunque esto no esté previsto en la

legislación cooperativa, pero tampoco se mencionan los préstamos bancarios y nadie duda de la posibilidad de su uso. Pensemos, en los préstamos participativos para pequeñas y medianas empresas que concede la Empresa Nacional de Innovación S.A. (ENISA), por ejemplo, los regulados por la Resolución de 9 de mayo de 2023, de la Secretaría General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, para el desarrollo de la línea de préstamos participativos a proyectos empresariales de empresas de base tecnológica. Nada impide que las cooperativas que se califiquen como empresas de base tecnológica puedan ser beneficiarias de estos préstamos participativos.

Pero también se han definido que los títulos participativos son una modalidad de obligaciones caracterizadas, en esencia, por presentar una remuneración vinculada a la evolución de los resultados de la cooperativa que los emite (Miranda Ribera, 2023). Es decir, si la remuneración fuera fija (como admiten algunas leyes autonómicas de cooperativas) y se emitiera en serie, no habría grandes diferencias entre los títulos participativos y las obligaciones. Como se ha señalado, la distinción que realizan nuestros legisladores cooperativos entre la posibilidad de emitir obligaciones y títulos participativos es más bien pedagógica o, si se prefiere, de imagen, en cuanto que parece que la creación de una teórica nueva figura potencia su utilización (Celaya, 1992), que en la práctica no ha pasado.

En España, la primera norma que reguló estos instrumentos financieros fue la ya derogada LCCAT en su texto refundido aprobado por el Decreto Legislativo 1/1992 que en su artículo 60, bajo el título de "otras formas de financiación externa", establecía que la asamblea general puede acordar la emisión de títulos participativos de conformidad con lo dispuesto en dicho artículo y, de manera muy ilustrativa —y por eso lo traemos a pesar del tiempo transcurrido y que esta norma ya no está en vigor—, decía que el título participativo "es una modalidad de valor mobiliario, emitido por cualquier clase de cooperativa, que tienen por objeto obtener financiación externa"; "mediante dicho título, el suscriptor realizar una aportación económica por un tiempo determinado y el emisor se obliga, a cambio a renumerarla" (apdo. 2) y "la remuneración del título participativo, que es mixta, consiste, de acuerdo con las condiciones que establezca la emisión, en un interés fijo, por un lado, y en una remuneración variable, en función de los resultados de la actividad del emisor, por otro" (apdo. 4.2). Como se ha señalado (Pastor Sempere, 2002), era evidente la influencia del régimen de los *titres participatifs* del Derecho francés y de ahí la semejanza en el nombre, que se introdujo en dicho ordenamiento por la Ley de 3 de enero de 1983 y que se regulan en los artículos L228-36 y L228-37 del *Code Commerce*.

De la LCCAT de 1992 pasó a la LCPV de 1993 (art. 65.2), después fueron reguladas por la LFCN de 1996 (art. 44.11.a) y, finalmente, en la LCOOP de 1999. En concreto, el

artículo 54.2 LCOOP tiene el siguiente texto: "la asamblea general podrá acordar la emisión de títulos participativos, que podrán tener la consideración de valores mobiliarios, y 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". "El acuerdo de emisión, que concretará el plazo de amortización y las demás normas de aplicación, podrá establecer el derecho de asistencia de sus titulares a la Asamblea General, con voz y sin voto".

En la actualidad, los títulos participativos se regulan expresamente en las 17 leyes cooperativas autonómicas. De dichos preceptos podemos extraer un régimen legal prácticamente común de los títulos participativos.

- La competencia para acordar los títulos participativos se le atribuye expresamente a la asamblea general en todas las leyes cooperativas en uno o en varios preceptos⁷, no estableciéndose, por regla general, la necesidad de que el acuerdo sea tomado por una mayoría cualificada⁸.
- Los títulos participativos pueden tener o no la consideración de valores mobiliarios, según se prevé en el acuerdo de emisión⁹. En el caso de que sí lo sea, la emisión se deberá ajustar a la normativa reguladora del mercado de valores y de este tipo de activos financieros. Recordemos que el artículo 2.1.a) de la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión entiende por valores negociables "cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero" incluyendo

7 En la mayoría de casos a esta competencia de la asamblea se hace referencia el precepto que relaciona las competencias exclusivas de este órgano social y en el que regula, en especial, a los títulos participativos como otra forma de financiación de la cooperativa: arts. 21.2.a, 32, 5.º y 54.2, arts. 33.3.e) LCPV, arts. 43.1.e) y 83.5 LCCLM, arts. 31.1.d) y 62.4 LCCV, arts. 28.j) y 62.5 LCAND, arts. 43.2.e) y 77.2 LCCAT, arts. 31.1.f) y 65.5 LCG, arts. 27.3.e) y 55.4 LCCM, arts. 36.1.d) y 72.3 LCCAN, arts. 52.2.d) y 91.2 LCIB, arts. 32.2.f) y 69.2 LCCANT, arts. 43.2.e) y 95.2 LCPA, arts. 37.2.f) y 74.2 LCRM, arts. 35.2.e) y 69.5 LCLR. En el resto de las leyes solo se menciona la competencia de la asamblea en el artículo dedicado a los títulos participativos: art. 70.1 LCCL, art. 74.5 LCEX, art. 45.11 LFCN y art. 27.1.d) LCAR.

8 Cosa que sí ocurre en la ley andaluza que exige en primera convocatoria, la emisión de votos favorables en número no inferior a los 3/5 y en segunda convocatoria, en número no inferior a los 2/3 de las personas asistentes, presentes o representadas (art. 33.2.b) LCAND) y en la de las Islas Baleares que requiere la mayoría de 2/3 de los votos presentes y representados para emisión de obligaciones y otras financiaciones (art. 57.2.b) LCIB.

9 No obstante, el art. 70.1.a) LCCL de manera excepcional afirma que el título participativo es una modalidad de valor mobiliario.

expresamente a bonos y obligaciones a "otras formas de deuda titulizada" como pueden ser los títulos participativos.

- En el acuerdo de emisión se concreta la remuneración, el plazo de amortización, que cuando son largos contribuyen a la estabilidad financiera de la cooperativa, los derechos de los titulares, si es una emisión en serie, si son valores mobiliarios y demás condiciones aplicables.
- Si así se establece en el acuerdo de emisión¹⁰ o se impone por ley¹¹, los titulares de los títulos participativos tienen derecho de asistencia sin voto en la asamblea general y en algunas leyes autonómicas de manera excepcional admiten o imponen que tengan representantes en el consejo rector.¹²
- Dicha financiación no integra el capital social ni son, en principio, fondos o recursos propios.
- La remuneración debe tener una parte variable, en función de los resultados de la cooperativa o de la marcha de la empresa, aunque puede incorporar un interés o parte fija que actúe de mínimo retributivo (García Villaverde, 1997). No obstante, esto que es la regla en la LCOOP y en la gran mayoría de leyes autonómicas¹³, se excepciona en algunas pocas leyes que permiten que la retribución sea fija¹⁴. Lo que ocurre es que la remuneración variable en función de la marcha de la cooperativa es fundamental en este instrumento financiero, ya que sin ella apenas existirían diferencias entre una simple obligación y los títulos participativos. Por ello, no se deberían admitir remuneraciones de títulos en una cantidad fija porque se estaría desvirtuando la naturaleza del título (Miranda Ribera, 2023).

Las participaciones especiales

Las participaciones especiales son las aportaciones patrimoniales realizadas por los socios o terceros, que presentan una naturaleza compleja, asimilables a los préstamos

10 Art. 54.2 LCOOP, art. 65.5 LCG, art. 45.11 LFCN, art. 74.2 LCRM, etc.

11 Art. 74.5 LCEX, art. 70.1.c) LCCL.

12 Art. 62.4, 3.^º LCCV, art. 62.5 LCAND y art. 55.4 LCCM, que disponen que el acuerdo de emisión garantizará la representación y defensa de los intereses de los suscriptores en la asamblea general y en el órgano de administración, sin que se les reconozca, en ningún caso, derecho de voto. En cambio, el art. 77.3 LCCAT sólo establece que el acuerdo de emisión puede acordar la asistencia de los titulares en la asamblea y en el consejo rector.

13 Por poner unos pocos ejemplos, art. 54.2 LCOOP, art. 68.4 LCPV, art. 83.5 LCCLM, art. 62.4 LCCV, art. 77.2 LCCAT, art. 65.5 LCG, art. 55.4 LCCM, art. 45.11 LFCN, etc.

14 Esto ocurre, en concreto: art. 62.5 LCAND, art. 74.5 LCEX y art. 70.1.a) LCCL.

subordinados, en tanto que, por una parte, presentan notas comunes con el préstamo, aunque, por otra, están comprometidas en cierta medida al riesgo de la empresa. Su particularidad más significativa es que su reembolso no puede tener lugar hasta que transcurra un cierto tiempo (5 años) y que, cuando el vencimiento no tenga lugar hasta la aprobación de la liquidación de la cooperativa, tendrán la consideración de capital social. Su atractivo principal para las cooperativas es que sirven para dotarlas de recursos propios, lo que es muy importante para aumentar la solvencia en cooperativas en crisis, cooperativas de crédito o cooperativas que quieren llevar a cabo procesos de expansión. Por otra parte, se asemeja a las acciones/participaciones sin votos de las sociedades de capital, ya que los titulares no pueden votar en ningún órgano social y recibe una remuneración que no se limita cuantitativamente como las aportaciones voluntarias, por lo que pueden ser más atractivas para los socios (Pastor Sempere, 2002).

Esta fórmula de financiación se reguló por primera vez en nuestro ordenamiento en la LCPV de 1993 (art. 64) y después por la LFCN de 1996 (art. 44.10) y de ahí a la LCOOP de 1999 vigente, que las reguló en el artículo 53 bajo el título de "participaciones especiales". En Derecho comparado, con una función similar y aún más antiguas encontramos en la legislación francesa distintas figuras, como las partes sociales con interés prioritario sin derecho a voto, los certificados cooperativos de inversión y los certificados cooperativos de socios (1987) y en la italiana, las acciones de participación cooperativa (1992) (Pastor Sempere, 2002).

Actualmente, en España se regulan de manera expresa en la mayoría de las leyes cooperativas autonómicas (10 de 17). De los preceptos que regulan las participaciones especiales en la ley estatal de cooperativas y en las leyes autonómicas que prevén esta forma de financiación vamos a tratar de realizar una exposición sistemática de su régimen, lo que no es sencillo por la falta de uniformidad de la regulación en varios puntos. Como punto de partida trascribimos la regulación que contiene el artículo 53 LCOOP sobre las participaciones especiales:

1. "Los estatutos podrán prever la posibilidad de captar recursos financieros de socios o terceros, con el carácter de subordinados y con un plazo mínimo de vencimiento de cinco años. Cuando el vencimiento de estas participaciones no tenga lugar hasta la aprobación de la liquidación de la cooperativa, tendrán la consideración de capital social. No obstante, dichos recursos podrán ser reembolsables, a criterio de la sociedad, siguiendo el procedimiento establecido para la reducción

de capital por restitución de aportaciones en la legislación para las sociedades de responsabilidad limitada.

2. Estas participaciones especiales podrán ser libremente transmisibles. Su emisión en serie requerirá acuerdo de la Asamblea General en el que se fijarán las cláusulas de emisión y, en su caso, el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa reguladora del mercado de valores.
3. Para las cooperativas de crédito y seguros lo establecido en el presente artículo solo será de aplicación cuando su normativa reguladora así lo establezca expresamente, pudiendo captar recursos con el carácter de subordinados previo acuerdo del consejo rector, cualquiera que fuere su instrumentación y siempre que tal posibilidad esté expresamente prevista en los Estatutos".

- Deben estar previstas en los estatutos sociales y el órgano competente para aprobarla es la asamblea general, como se establecen en todas las leyes cooperativas, en especial en la relación de competencias exclusivas de este órgano social¹⁵. No obstante, para las cooperativas de crédito y de seguros (aunque de estas no hay ninguna autorizada en el sector asegurador) desde la modificación del artículo 53.3 de la LCOOP por la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, el consejo rector puede autorizar la captación de recursos subordinados cualquiera que fuere su instrumentación siempre que tal posibilidad esté expresamente prevista en los estatutos.
- Las participaciones especiales podrán ser libremente transmisibles (lo que las hace más atractiva), aunque algunas pocas leyes autonómicas que esta es una característica necesaria de este instrumento financiero¹⁶.
- Las participaciones especiales pueden tener la consideración de valores mobiliarios, representarse por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta¹⁷ y emitirse en serie (algo deseable para facilitar su circulación). Para todo lo anterior se requiere un acuerdo específico de asamblea general en el que se fijará el régimen concreto de las participaciones (plazo

¹⁵ Art. 21.2.e) LCOOP, art. 33.3.e) LCPV, art. 43.1.d) LCCLM, art. 33.2.b) LCAND, arts. 43.2.e) y 77.1 LCCAT, art. 73.2 LCEX, etc.

¹⁶ Art. 77.1 LCCAT.

¹⁷ Art. 53.2 LCOOP, art. 50.1 RLCAND, etc.

- de reembolso, remuneración etc.) y, en su caso, el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa reguladora del mercado de valores¹⁸.
- Estas participaciones podrán ser suscritas por socios y por terceros. Sin embargo, unas pocas leyes cooperativas autonómicas establecen que a la emisión o contratación de las participaciones especiales deberá ser ofrecida, en cuantía no inferior al 50 por ciento, a los socios y trabajadores asalariados de la cooperativa antes de ofrecerse a terceros¹⁹. Otra ley autonómica, aunque de manera excepcional, señala que la suscripción de estas participaciones puede tener carácter obligatorio para los socios si así lo disponen los estatutos sociales, caso para el que ese exige una mayoría cualificada de votos por la asamblea general²⁰.
 - Su titularidad no atribuye a sus titulares derecho de voto en la asamblea general ni en el órgano de administración (algo que en algunas leyes cooperativas se señala expresamente²¹), ni se prevé que asistan o sean representados en dichos órganos, algo que sí podía ocurrir, como vimos, con los títulos participativos. En esto guarda bastante semejanza con las acciones y participaciones sin voto de las sociedades de capital.
 - La remuneración de las participaciones especiales se establecerá en el de emisión, existiendo, salvo excepciones²², gran libertad para fijar su modalidad (fija, variable en función de los resultados de la cooperativa o mixta) y sin tener los límites cuantitativos establecidos para las aportaciones voluntarias (que suele ser de seis puntos más del interés legal). En la práctica lo habitual es que la remuneración sea fija.
 - A efecto de prelación de créditos, su carácter es de financiación subordinada, como reconocen prácticamente todas las leyes cooperativas que las regulan²³, con lo que se sitúa a sus titulares detrás de todos los acreedores comunes.

18 Art. 53.2 LCOOP, art. 50.4 RLCAND, art. 73.2 LCRM, art. 55.5, 2º LCCM, art. 45.11 LFCN, etc.

19 Art. 60.6 LCPV y art. 50.4 RLCAND.

20 Art. 73.3 LCEX.

21 Art. 67.2 LCPV

22 No obstante, el art. 67.1 LCPV señala que la remuneración se establece en función de los resultados de la cooperativa.

23 Ar. 53.1 LCOOP, art. 67.1 LCPV, art. 84.1 LCCLM, art. 77.1 LCCAT, art. 45.10 LFCN, art. 73.1 LCEX, etc. En cambio, la normativa andaluza sólo dice que a efectos de prelación de créditos se situarán detrás de todas las personas acreedoras comunes, cuando el vencimiento de las participaciones sociales no tenga lugar hasta la aprobación de la liquidación de la cooperativa (art. 50.3 RLCAND).

- El plazo mínimo de vencimiento fijado en el acuerdo de emisión será como mínimo de cinco años, pudiendo incluso acordarse de que el vencimiento no tenga lugar hasta la aprobación de la liquidación de la cooperativa²⁴. En este segundo supuesto, las participaciones sociales tienen la consideración de capital social, pero en el sentido económico, pero no significa que se convierte en socio. No obstante, según establece la Orden EHA/3360/2010, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas, para que fondos subordinados con vencimiento en la liquidación de la cooperativa, como pueden ser los procedentes de participaciones especiales, sean considerados fondos propios de la cooperativa y no pasivo financiero, deben cumplir dos exigencias: 1. Que únicamente exista obligación de reembolso en caso de liquidación de la cooperativa; 2. Que no lleven aparejado el pago de una remuneración obligatoria por parte de la cooperativa (5.º.1.1)
- Las participaciones especiales pueden reembolsadas a criterio de la sociedad, siguiendo el procedimiento establecido para la reducción de capital por restitución de aportaciones en la legislación para las sociedades de responsabilidad limitada (arts. 329 y s. LSC)²⁵.

Conclusiones

Del análisis de los instrumentos de financiación externa que se regulan en la legislación de cooperativas españolas, podemos extraer las siguientes conclusiones: tanto la ley estatal como las 17 leyes autonómicas de cooperativas contienen uno o varios preceptos que regulan diferentes instrumentos de financiación externa de estas sociedades en un intento de combinar, por un lado, la necesidad de inversión de capitales de terceros y, por otro, que el control y la gestión siga siendo de los socios de la entidad.

En segundo lugar, aunque España fue pionera en Europa en regular, en una ley de cooperativas, la emisión de obligaciones y, en la actualidad, todas las leyes cooperativas españolas admiten expresamente la emisión de obligaciones por su parte como forma de financiación, la enorme complejidad técnica de un proceso de

24 Ar. 53.1 LCOOP, arts. 60.6, 2.º y 67.1 LCPV, art. 84.1 LCCLM, art. 55.5 LCCM, art. 73.1 LCEX, etc. En cambio, no dice nada al respecto la LCCAT aprobación de la liquidación de la cooperativa (art. 50.3 RLCAND).

25 Art. 53.1 *in fine* LCOOP, art. 60.6, 2.º *in fine* LCCAT, art. 84.1, 2.º LCCLM, art. 50.2 RLCAND., art. 55.5, 2.º LCCM, etc. No dice nada al respecto la LCCAT ni la LFCN.

emisión de obligaciones en general y las exigencias específicas para las cooperativas han hecho que solo cooperativas de crédito (y algunas de consumo) de gran dimensión y solvencia hayan hecho uso de esta forma de financiación ajena en el sector cooperativo.

En tercer lugar, las cooperativas, si lo acuerdan sus asambleas generales y no hay una prohibición en contra en sus estatutos, pueden concertar contratos de cuentas en participación ajustándose a lo establecido en nuestro Código de Comercio. Una o más personas físicas o jurídicas —los partícipes o cuentapartícipes— aportan dinero o fondos en favor de la cooperativa que los adquiere en propiedad y los integra en su actividad empresarial. Se utilizan, principalmente, para financiar determinadas operaciones o actividades financiando el circulante de una empresa, pero también para sanear empresas en crisis o endeudadas, insuflando capital y dotándolas de recursos financieros que van al patrimonio neto.

En cuarto lugar, los títulos participativos se regulan en todas las leyes cooperativas autonómicas como una modalidad de obligaciones caracterizada, en esencia, por presentar una remuneración vinculada a la evolución de los resultados de la cooperativa que los emite. La intención de nuestros legisladores cooperativos al distinguir entre la posibilidad de emitir obligaciones (admitidas en el ordenamiento español desde más de cincuenta años) y esta nueva figura de los títulos participativos era potenciar su utilización, pero en la práctica no ha sucedido.

En quinto lugar, las participaciones especiales se regulan de manera expresa en la mayoría de las leyes cooperativas autonómicas. Son las aportaciones patrimoniales realizadas por los socios o terceros, que presentan una naturaleza compleja, asimilables a los préstamos subordinados, en tanto que, por una parte, presentan notas comunes con el préstamo, aunque, por otra, están comprometidas en cierta medida al riesgo de la empresa.

En sexto lugar, la financiación de las cooperativas proveniente de personas no socias lleva a un debate doctrinal sobre su compatibilidad con los principios cooperativos, ya que aquellas pueden participar en los resultados de la empresa en función de su inversión y no del desarrollo de una actividad cooperativa o cooperativizada. La consideración de que esta posible participación en los beneficios empresariales de la cooperativa entra en conflicto con el contenido del principio cooperativo de participación económica del socio ha llevado a una parte de la doctrina española a considerar que su regulación es un retroceso. Para nosotros, el legislador cooperativo ha primado la obtención de recursos necesarios para hacer frente a su actividad sobre la pureza de la fórmula cooperativa y es una muestra más del proceso de asimilación legal del

tipo cooperativo al de la sociedad capitalista para hacer a aquél más competitivo en el mercado.

Finalmente, ante la regulación de los instrumentos de financiación ajena de las cooperativas, creemos que debe valorarse la conveniencia de potenciar el uso de instrumentos más conocidos en el mercado (por ejemplo, las participaciones sin voto o los préstamos participativos) que de crear tantas figuras de perfiles, a veces, difusos y, en todo caso, desconocidas por el público inversor.

Referencias

- Alfaro, J. (2017). Las cuentas en participación. *Almacén de Derecho*. <https://almacendederecho.org/las-cuentas-participacion>
- Bel Durán, P. y Fernández Guadaño, J. (2001). La financiación propia y ajena de las sociedades cooperativas. *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, social y Cooperativa*, (42), 101-130.
- Celaya, A. (1995). *Acceso de las cooperativas al mercado de capitales*. INFES.
- Celaya, A. (1992). *Capital y Sociedad Cooperativa*. Tecnos.
- Europa Press. (2024, 17 de noviembre). *Eroski completa la emisión de bonos por 500 millones y firma préstamos por valor de 1.478 millones*. Europa Press. <https://bit.ly/45D1eZ1>
- García Villaverde, R. (1997). Créditos participativos. *Revista de Derecho de Sociedades*, (9), 13-24.
- Grupo Cooperativo Cajamar. (2024, 27 de agosto). *Grupo Cajamar coloca 500 millones € de deuda senior* [Comunicado de prensa]. Sala de prensa de Cajamar. <https://bit.ly/45QXLXQ>
- Martínez Balmaseda A. (2011). *Las cuentas en participación y su vertiente interna*. Comares.
- Miranda Ribera, E. (2023). *La emisión de instrumentos financiero en las cooperativas. Obligaciones, participaciones especiales, títulos participativos y fechas de servicios (utility tokens)*. Marcial Pons.
- Palau Ramírez, F., Juliá Igual, J. F., Meliá Martí, E. y Miranda Ribera, E. (2021). Aproximación jurídica a la regulación cooperativa de los instrumentos financieros no tradicionales y su utilización en el sector agroalimentario español. *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*, (139), 15-20. <https://dx.doi.org/10.5209/REVE.76633>

Pastor Sempere, C. (2002). *Los recursos propios en las sociedades cooperativas*. Edersa.

Pulgar Ezquerra, J. (2016). Financiación de empresas: emisión de obligaciones y obligacionistas. *Revista de Derecho de Sociedades*, (48).

Rocafort Nicolau, A. (2010). La financiación cooperativa mediante la emisión de títulos participativos, *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, social y Cooperativa*, (68), 141-166.

Vargas Vasserot, C. (2024). Los principios cooperativos, su relatividad y su discutido valor como fuente del derecho. *Boletín de la Asociación Internacional de Derecho Cooperativo*, (64), 19-42. <https://doi.org/10.18543/baidc.2977>

Vargas Vasserot, C., Gadea, E. y Sacristán, F. (2017). *Derecho de las sociedades cooperativas. Régimen económico, integración, modificaciones estructurales y disolución*. La Ley.

Vicent Chuliá, F. (2022). *Introducción al Derecho Mercantil* (25^a Ed., Vol. I). Tirant lo Blanch.