

LA EMISIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LAS COOPERATIVAS. OBLIGACIONES, PARTICIPACIONES ESPECIALES, TÍTULOS PARTICIPATIVOS Y FICHAS DE SERVICIOS (UTILITY TOKENS)

EDUARDO MIRANDA RIBERA (MARCIAL PONS, 2023)

Ciara Vicente Mampel

Profesora Ayudante Doctora de Derecho Mercantil

Instituto de Derecho del Transporte (IDT)

Universitat Jaume I de Castelló

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5921-0473>

La obra objeto de recensión en estas páginas, titulada *La emisión de instrumentos financieros en las cooperativas. Obligaciones, participaciones especiales, títulos participativos y fichas de servicios* (utility tokens), constituye la primera monografía de Eduardo Miranda Ribera, que recientemente ha obtenido el título de Doctor en Derecho tras la defensa de su tesis doctoral sobre el contrato de licencia de obtención vegetal, elaborada en el marco de un contrato predoctoral adscrito al Centro de Investigación en Gestión de Empresas (CEGEA) de la Universitat Politècnica de Valencia (UPV).

Tras un prólogo de los profesores Juan Francisco Juliá Igual y Felipe Palau Ramírez, en el que se deja constancia la oportunidad e importancia de la materia objeto de estudio, así como la dedicación y el rigor del autor para su desarrollo, la monografía se divide en seis capítulos con el objeto de analizar las diferentes alternativas de financiación basadas en la emisión de títulos que permiten a las cooperativas poder competir en nuevos segmentos de mercado y superar las trabas jurídicas existentes. Para ello, el autor excluye del estudio el análisis de la emisión de títulos por una cooperativa de crédito, por ser estas entidades financieras y ser la actividad crediticia

su objeto social, y se centra en el análisis de diferentes instrumentos financieros que puede emitir toda cooperativa, entre ellos, la emisión de obligaciones (Capítulo II), las participaciones especiales (Capítulo III), los títulos participativos (Capítulo IV) y las fichas de servicios o *utility tokens* (Capítulo V). En concreto, el análisis de los tres primeros se justifica en que son los habilitados legalmente para ser objeto de emisión por una cooperativa. Por su parte, la oportunidad de examinar los últimos se fundamenta en la adopción del Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937¹ (en adelante, RMiCA). Así se deja constancia en el Capítulo I, que asimismo plantea el interrogante de si los instrumentos financieros emitidos por las cooperativas pueden clasificarse como inversiones sostenibles, aspecto que se aborda en el VI y último Capítulo de la monografía. Para ello, antes de ahondar en las principales características de los títulos objeto de estudio, el autor estima oportuno identificar el marco normativo aplicable al estado de la cuestión, tomando en consideración la legislación europea y nacional, y dentro de esta última, la regulación autonómica sobre cooperativas, señalando allí donde resulta oportuno las notables diferencias existentes en el ámbito interno. En fin, este estudio comparado se completa con la referencia a la normativa francesa, italiana y portuguesa.

Pues bien, tras un primer capítulo introductorio, el grueso de la obra comienza en el Capítulo II, que lleva por título «Obligaciones». En él se aborda la emisión de obligaciones como el primer instrumento financiero en las cooperativas, desde que así lo permitiera la entrada en vigor de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial². Se trata de una fuente de financiación que, sin embargo, carece de desarrollo normativo, más allá del mero reconocimiento de algunas cuestiones sobre la posibilidad de emitir obligaciones en la normativa en materia de cooperativas, que por lo general aboga por una remisión a las disposiciones del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC)³. Así sucede, por ejemplo, en relación con el contenido del acuerdo de emisión de obligaciones. Con todo, como advierte el autor, no pueden obviarse las dificultades que de ello podrían derivarse para las cooperativas, en la medida en que algunas disposiciones de la LSC pueden entrar en conflicto

1. DOUE núm. 150, de 9 de junio de 2023.

2. BOE núm. 101, de 28 de abril de 2015.

3. BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010.

con los principios cooperativos. Asimismo, en relación con la emisión de obligaciones, se subrayan las dificultades que podrían derivarse de la ingente normativa autonómica que existe en nuestro país, ante el hecho de que un mismo supuesto esté regulado de forma distinta en función del territorio. Prueba de ello es que el órgano competente para adoptar el acuerdo de emisión de obligaciones de una cooperativa de ámbito estatal o de una sociedad de capital será el Consejo Rector o el órgano de administración. Sin embargo, cuando la emisión la realice una cooperativa de ámbito autonómico, el órgano competente para la adopción de dicho acuerdo será la Asamblea General. Por ello, el autor aboga por la necesidad de armonizar la normativa autonómica conforme a las disposiciones de la legislación estatal, de forma que cualquier sociedad cooperativa pueda adoptar un acuerdo de emisión de obligaciones con más rapidez y adquirir una posición privilegiada para poder emitir instrumentos financieros y acceder a financiación ajena.

El estudio de las alternativas de financiación basadas en la emisión de instrumentos financieros por las cooperativas continúa con el análisis de las «participaciones sociales» y los «títulos participativos», a los que se dedican los Capítulos III y IV. En concreto, las primeras se definen como instrumentos financieros híbridos que combinan las características de los títulos de renta fija y renta variable. Estas participaciones se caracterizan por presentar un plazo amplio de vencimiento: como mínimo, un plazo de cinco años o, como máximo, un plazo vinculado a la liquidación de la cooperativa. En este punto el autor incide en la importancia del acuerdo de emisión de los títulos, ya que, en función del plazo de vencimiento, se estará ante deuda o patrimonio de la cooperativa. Al respecto, señala los requisitos exigidos a efectos contables para poder considerar las participaciones especiales como parte del patrimonio. En concreto, aquellas en las que, por un lado, solo exista obligación de reembolso en caso de liquidación de la cooperativa; y, por otro lado, no lleven aparejado el pago de una remuneración. Ante esta situación, se plantea el interrogante de qué posición jurídica ocupa el titular de las participaciones especiales, en función de su calificación como deuda o patrimonio. Al respecto, entiende que, en la medida en que estos títulos representan una modalidad *sui generis* de deuda subordinada, su titular -en el orden de prelación de créditos- quedará relegado al nivel de los socios. En consecuencia, una mayor equiparación a la figura del socio o la concesión de derechos de voto implicaría una vulneración de la normativa autonómica en materia de cooperativas, así como de sus principios reguladores.

Por su parte, los títulos participativos se definen como una modalidad de obligaciones caracterizados, en esencia, por presentar una remuneración vinculada a la evolución de los resultados de la cooperativa que los emite. A juicio del autor, adquiere especial relevancia este último extremo, ya que de lo contrario apenas existirían dife-

rencias entre una simple obligación y estos títulos. Sin embargo, resalta que algunas leyes autonómicas permiten la configuración de un título participativo en el que la remuneración no esté vinculada a los resultados de la cooperativa, sino que sea una cantidad fija. De ser así, acertadamente considera que se estaría desvirtuando la naturaleza del título e incide en la necesidad de respetar la vinculación de la remuneración a la evolución de los resultados de la cooperativa para evitarlo. Asimismo, dadas las similitudes existentes entre estos instrumentos financieros y las obligaciones, se esbozan los principales elementos del sindicato de obligacionistas -o titulares de títulos participativos-, pues carece de reconocimiento en la normativa cooperativa. Para ello, el autor tiene en consideración las disposiciones de la LSC y algunos elementos de la legislación comparada. Para finalizar, se plantea la posibilidad de emitir títulos convertibles en participaciones sociales y los posibles problemas que de ello puede derivarse en el cumplimiento de los principios cooperativos.

En fin, tras el análisis de los tres instrumentos financieros habilitados legalmente para ser objeto de emisión por una cooperativa, la última alternativa de financiación objeto de estudio son las «fichas de servicio (*utility tokens*)», a la que se dedica el Capítulo V. En concreto, el interés del autor en abordar el estado de la cuestión en relación con las fichas de servicio (*utility tokens*) atiende a un doble motivo. Por un lado, a la falta de evidencias en la práctica y en el sector cooperativo de entidades que hayan realizado una emisión de obligaciones, participaciones especiales y títulos participativos. Por otro lado, a la necesidad de explorar nuevas vías de financiación conforme al compromiso adquirido por la Comisión Europea de desarrollar nuevos productos financieros en el marco del programa *InvestEU* de acción para la economía social. Al respecto, se estima oportuno proponer la emisión de fichas de servicios aprovechando la novedad del RMiCA. Por ello, se identifican las principales particularidades de la emisión de fichas de servicios en el contexto de la tecnología *blockchain* y las diferentes modalidades de *tokens*. Así, atendiendo a las posibilidades que ofrece el RMiCA, entiende el autor que esta modalidad de fichas son las que mejor se adaptan al propósito planteado, que no es otro que permitir a sus titulares acceder a una red específica de productos o servicios de la cooperativa para poder desarrollar la actividad cooperativizada.

El autor concluye con un sexto y último capítulo con el que pretende dar respuesta al interrogante planteado en su propio título -«¿Son los títulos emitidos por las cooperativas inversiones sostenibles?»- por el simple hecho de que su emisor es una entidad de economía social o si, por el contrario, debe atenderse a otros requisitos. Para ello, el autor parte de lo dispuesto en el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica

el Reglamento (UE) 2019/2088⁴, y tiene a bien señalar que la dificultad reside en identificar los criterios técnicos de selección que permitan verificar el cumplimiento de los estándares que el mismo propone. Ahora bien, a su juicio, ello debe necesariamente completarse con los parámetros presentados en el Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 de la Comisión, de 4 de junio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo y por el que se establecen los criterios técnicos de selección para determinar las condiciones en las que se considera que una actividad económica contribuye de forma sustancial a la mitigación del cambio climático o a la adaptación al mismo, y para determinar si esa actividad económica no causa un perjuicio significativo a ninguno de los demás objetivos ambientales⁵. También con algunas disposiciones de carácter estatal e incluso autonómico que resultan de interés a la hora de incluir parámetros cuantitativos que permiten identificar el cumplimiento de los estándares exigidos por el legislador europeo para determinar si una inversión es, efectivamente, sostenible.

Esta monografía constituye una obra de referencia y de obligada consulta para juristas, académicos y profesionales del sector que quieran adentrarse en el estudio del régimen jurídico de la emisión de instrumentos financieros por las cooperativas. Son muchos los planteamientos y cuestiones de difícil solución que plantea el análisis de la cuestión, a los que el Dr. Miranda Ribera ha tratado de dar respuesta, alcanzando conclusiones sólidas, razonadas y bien argumentadas, respaldadas por un amplio y riguroso repertorio doctrinal.

4. DOUE núm. 198, de 22 de junio de 2020.

5. DOUE núm. 442, de 9 de diciembre de 2021.