



FACULTAD DE DERECHO

LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS Y SU APLICACIÓN AL M&A

Autor: Berta de los Ángeles Rosa Fernández, 5º E3 - C

Tutor: Ignacio Hornedo Villalba.

Área: Derecho Mercantil.

Madrid | Marzo 2025

*Iuris praecepta sunt haec: honeste vivere, alterum non
laedere, suum cuique tribuere.*

*“El derecho consiste en tres reglas o principios básicos:
vivir honestamente, no dañar a los demás y dar a cada
uno lo suyo.”*

Ulpiano: Digesto 1,1,10,1.

PALABRAS CLAVE:

Préstamos participativos, financiación, subordinación de créditos, patrimonio neto, pasivo exigible, dotación del capital social, reducción de capital por pérdidas, disolución y liquidación de sociedades de capital, garantía real, fusiones y adquisiciones, distress M&A, pago aplazado, vendor loan, dividendos, asistencia financiera, reactivación, extinción deuda participativa.

RESUMEN EJECUTIVO:

El presente Trabajo de Fin de Grado se estructura en torno a dos capítulos.

En el primer capítulo analizaré la figura del préstamo participativo, haciendo especial énfasis en su naturaleza jurídica, su regulación actual, sus antecedentes normativos y sus principales características. Además, abordaré en detalle la calificación concursal de este instrumento de financiación, así como un caso especial, el de los préstamos participativos con garantía real. Todo el análisis legislativo, jurisprudencial y doctrinal desarrollado en este capítulo servirá para identificar las lagunas legales existentes y construir una nueva propuesta de *lege ferenda* para su regulación.

En el segundo capítulo trasladaré la teoría a la práctica y estudiaré la aplicación del préstamo participativo en el dinámico mundo de las fusiones y adquisiciones (M&A). En concreto, analizaré cómo este instrumento de financiación puede desempeñar un papel clave en operaciones de distress M&A, facilitando la compra de sociedades en dificultades financieras mediante un pago aplazado. Asimismo, también resaltaré la utilidad del préstamo participativo de presentarse como una alternativa a un debt-to-equity en el marco de una operación de financiación. A continuación, abordaré el relevante rol que los PPL están llamados a desempeñar en la reactivación de una sociedad, destacando especialmente su capacidad para evitar la disolución de sociedades, sin necesidad de acudir a ampliaciones de capital o endeudamiento adicional. Por último, analizaré las diferentes vías para extinguir la deuda participativa en situaciones donde, antes de la venta de la sociedad target, esta cuenta con un PPL concedido por la parte vendedora y ni la parte compradora ni la parte vendedora deseen que continúe vivo. Alternativas como la refinanciación o la subrogación del préstamo participativo permiten cerrar la operación sin la sociedad target quede sujeta a los intereses de la parte vendedora.

En síntesis, este trabajo no solo ofrece un análisis exhaustivo sobre la configuración de los préstamos participativos en nuestro ordenamiento jurídico, sino que también ofrece una nueva propuesta para su regulación y, además, invita a descubrir su relevancia como herramienta jurídica y financiera en el mundo de las fusiones y adquisiciones.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. ANÁLISIS DE LA FIGURA DEL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO.....	8
1.1 Cuestiones introductorias. Definición.	8
1.2 Regulación actual y características principales. Antecedentes normativos.	11
1.3. Naturaleza jurídica y clasificación contable: ¿recurso propio o recurso ajeno? ¿cuándo computan como fondos propios?	21
1.4. Subordinación del préstamo participativo.....	26
1.4.1. La subordinación en los préstamos participativos: naturaleza, origen y modificaciones contractuales.	26
1.4.2. Caso especial: préstamo participativo con garantía real.....	32
1.5 Extinción: la restricción a la amortización anticipada.	35
CAPÍTULO 2. APLICACIÓN PRÁCTICA DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS O LOS PPLs (PROFIT PARTICIPATING LOANS) AL M&A.....	39
2.1 Distress M&A: caso práctico. El PPL como medio de pago aplazado en la compraventa de una sociedad en disress.....	39
2.1.1. Estructura de la operación de compraventa.	39
2.1.2. Regulación como PPL del vendor loan.	42
2.1.3. La financiación: asistencia financiera prohibida y PPL repagado con cargo a dividendos	46
2.2 Empresas en causa de reducción de capital o disolución obligatoria. Rol de los PPL para reactivar la sociedad. Alternativa al debt-to-equity.....	49
2.3 Formas de acabar con la deuda participativa.	54
Conclusión.....	58
Anexos:.....	60
Anexo I. Comparativa entre la regulación del PPL en el RDL 7/1996, en la Ley 10/1996 y en la Ley 16/2007:	60
Anexo II. Regulación del PPL en el Anteproyecto del Código Mercantil.....	62
Anexo III. Propuesta legislativa para una nueva regulación del PPL	63
Bibliografía:	67

ÍNDICE DE TABLAS

Gráfico 1. Compraventa de la sociedad target con un precio de adquisición estructurado en dos partes.....	41
Gráfico 2. Compraventa de la sociedad target con un PPL incurriendo en un supuesto asistencia financiera prohibida (concesión de un préstamo).....	47
Gráfico 3. Compraventa de la sociedad target con un PPL incurriendo en otro supuesto asistencia financiera prohibida (prestación de garantías)	47
Gráfico 4. Compraventa de la sociedad target con un PPL repagado con cargo a dividendos permitido.....	48
Gráfico 5. Operación de compraventa de una sociedad en distress usando un PPL, como medio aplazado del precio, e incluyendo aquellas situaciones en las que se incurre en asistencia financiera y aquellas en las que no.	49
Gráfico 6. Cesión de un PPL que tiene la parte vendedora a la parte compradora y cuyo deudor del PPL es la sociedad target que va a ser objeto de la compraventa.	55
Gráfico 7. Inyección, por parte de una sociedad o entidad financiera, de fondos propios a la sociedad deudora de un PPL para repagarlo.	57

LISTADO DE ABREVIATURAS.

AP	Audiencia Provincial.
Art	Artículo.
CC	Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
CCo	Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.
Cfr.	Confróntese o véase
Ibid.	Allí mismo, el trabajo citado es el mismo que el citado en la nota inmediatamente anterior (coincide el autor, el título de la obra y la edición).
Id.	Lo mismo, el trabajo citado es el mismo que el citado en la nota inmediatamente anterior (coincide el autor, el título de la obra, la edición y la página).
JPI	Juzgado de Primera Instancia.
LBO	Leveraged Buyout (en inglés).
LC	Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (actualmente la mayoría de los artículos están derogados).
Ley 10/1996	Ley 10/1996, de 18 de diciembre, de Medidas fiscales urgentes sobre corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de las empresas.
Ley 16/2007	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.
LIS	Ley 27/2014, de 27 de noviembre del Impuesto de Sociedades.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
M&A	Mergers and acquisitions (en inglés) y fusiones y adquisiciones (en español).
PPL (o PPLs)	Profit participation loans (en inglés) y préstamos participativos (en español).
RDL 7/1996	Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.
RDL 16/2020	Real Decreto Ley 16/2020, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

Op. Cit.	Opere citato (en latín) y obra citada (en español).
p. o pp.	Página o páginas.
S.A.	Sociedad anónima.
s.p.	Sin página.
S.P.V.	“Special purpose vehicle (en inglés) y vehículo de propósito especial (en español).
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
S.R.L.	Sociedad de responsabilidad limitada.
TRLC	Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.
Vid.	Véase.

CAPÍTULO 1. ANÁLISIS DE LA FIGURA DEL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO.

1. 1 CUESTIONES INTRODUCTORIAS. DEFINICIÓN.

La crisis económica internacional de 2008, la mayor desde la Gran Depresión de 1929, no sólo sacudió los mercados con la contracción de la actividad económica y el empleo, sino que impulsó la búsqueda de nuevas formas de financiación. Los ganadores del Premio Nobel de Economía 2022, Ben Bernanke, Douglas Diamond y Philip H. Dybvig, destacaron el papel esencial de los bancos en las economías, pero también su vulnerabilidad a crisis financieras. Por ello, resaltaron la importancia de crear y consolidar canales alternativos de liquidez que complementasen a la banca tradicional, disminuyendo la dependencia exclusiva de los bancos y reduciendo el riesgo de crisis sistemáticas.¹ Dentro de estas nuevas vías de financiación, y por las razones que expondré a lo largo del presente trabajo, el préstamo participativo se presenta como un instrumento de financiación versátil y efectivo para paliar la falta de liquidez en las compañías, situándose como un instrumento de financiación de enorme interés, especialmente para los deudores en dificultades financieras.

Los préstamos participativos o PPLs (*Profit Participating Loans*) son un instrumento híbrido del patrimonio contable que combina características tanto de los fondos propios como de la deuda financiera, convirtiéndolos en un instrumento a medio camino entre la financiación propia y financiación ajena.² Como establece Javier Tortuero, esta configuración dual los incardina dentro de la denominada *Financiación Mezzanine*³ y permite una participación en el riesgo de la evolución de la actividad de la entidad prestataria y, a su vez, mantienen la naturaleza jurídica de contrato de préstamo.⁴

¹ Cfr. Moreno-Torres Galvéz, A., “Nobel de Economía 2022: Bernanke, Diamond y Dybvig”, *Revista de Economía industrial*, n.425, 2022 [disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8814963>; fecha de última consulta 15/03/25].

² Cfr. Hornedo, I. y Figueroa, P., “Disolución por pérdidas y reactivación: los préstamos participativos como instrumento (híbrido) del patrimonio contable”, en Sebastián Quetglas, R. (coord.), *2016 Práctica Mercantil para abogados*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p.35.

³ Cfr. Tortuero Ortiz, J., “Los préstamos participativos” en María Noguera López (coord.), *Manual de financiación*, Aranzadi La Ley, Madrid, 2025, p. 380. Así como Ayala Jiménez, G., “Préstamos participativos y viabilidad financieras”, Universidad de Málaga, Málaga, 2015 [disponible en <https://riuma.uma.es>; fecha de última consulta 15/03/25].

⁴ Cfr. Molina-Martell, A. y Moreno Vallès, J., “Guía práctica sobre vías de financiación para PYMES, autónomos y emprendedores”, Uría Menéndez [disponible en

Se trata de una operación de financiación pero con una rentabilidad para la entidad prestataria vinculada a los resultados del prestatario.⁵

En concreto, se define como un instrumento de financiación empresarial de carácter mercantil, el cual, manteniendo su naturaleza de préstamo, debe respetar los requisitos que recoge el artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996 para que las partes involucradas en este contrato puedan beneficiarse del *beneficium legis* que concede esta regulación.⁶ A modo de ejemplo, gracias a este instrumento, se evitó que determinadas sociedades concesionarias de las autopistas radiales de Madrid entraran en concurso de acreedores.⁷ Por ello, en un entorno financiero desafiante, este instrumento híbrido se ha consolidando como un instrumento cada vez más *in statu nascendi* para la inyección de capital en una sociedad, pues su versatilidad lo convierte en una herramienta estratégica para escenarios complejos, como evitar la disolución de la sociedad, financiar operaciones de compraventa de empresas y permitir la reactivación de la sociedad disuelta (escenarios que serán analizados a lo largo del presente trabajo). Además, es de gran interés para los deudores en dificultades financieras ya que les permite acceder a financiación ajena y que esta compute como fondos propios en determinados supuestos.⁸

Su retribución está condicionada a la evolución de los resultados de la entidad prestataria, quedando esta obligada, por tanto, a retribuir al prestamista mediante el pago de un interés variable, calculado en función de los resultados de la empresa financiada. Además, si las partes lo pactan expresamente, la entidad prestataria también podrá quedar obligada al pago de un interés fijo,⁹ independiente de la evolución de la actividad de la empresa.¹⁰ Por ello, generalmente, los préstamos participativos tienen dos tipos de interés,

https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8272/documento/guia_Pymes.pdf?id=13214&forceDownload=true; fecha de última consulta 01/02/2025].

⁵ Cfr. Catalina Lapuente, J., “Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n. 206, 2004, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

⁶ Cfr. Buil Andana, I., “Préstamos participativos, subordinación concursal y homologación judicial”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n. 31, 2019, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

⁷ Cfr. Kolb A., y Serrano A., “La amortización anticipada de los préstamos participativos”, *Derecho de los Negocios*, n.265/266, 2012, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

⁸ Cfr. Buil Andana, I., *Op. Cit.*

⁹ Cfr. Ramos Cueto, P., “El préstamo participativo como patrimonio neto en ciertos supuestos no recogidos expresamente en el Real Decreto-Ley 7/1996”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 5, 2018, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

¹⁰ *Vid.* Sentencia de la Sección Cuarta de la Audiencia Provincial de A Coruña núm. 98/2017, de 16 de marzo, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos Aranzadi. Ref. AC/2017/839; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

pero mientras que el interés variable se configura como elemento esencial del préstamo, el interés fijo se trata de un elemento aleatorio / voluntario. El criterio para calcular el interés variable se deja al libre albedrío de las partes, pudiendo establecerse referencias al beneficio neto, patrimonio total, volumen de negocio, EBITDA o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes.¹¹ Por el contrario, el interés fijo se estipula al formalizar el contrato.

El ámbito de aplicación del empleo de esta financiación se ha ampliado a cualquier sector de actividad y durante cualquier etapa del ciclo de vida de la empresa.¹² En su origen, en 1983, estaba limitado al ámbito del saneamiento preconcursal en el marco de los planes de reconversión y reindustrialización, debido a que se establecieron para cubrir las necesidades de empresas del sector industrial en crisis.¹³ Posterior y actualmente, se ha generalizado a cualquier sector, pero ello no ha privado al préstamo participativo de su carácter especial respecto al préstamo mercantil general.¹⁴

A lo largo de este trabajo se analizará en detalle lo expuesto *ut supra* haciendo constante alusión a la jurisprudencia y la doctrina, pues a pesar de ser una de las alternativas financieras que ha ganado relevancia en respuesta a las necesidades actuales de financiación, se trata de una figura que no cuenta con un régimen legal pormenorizado ni íntegro. Este primer capítulo servirá para analizar la configuración de este instrumento de financiación en nuestro ordenamiento jurídico y así poder abordar, en el segundo capítulo, la relevancia de la aplicabilidad de los PPL a las operaciones de M&A.

¹¹Cfr. Cantalapiedra Arenas, M., “Principales características de los préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n. 256, 2008, p. 73 [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

¹²Cfr. Colino Mediavilla, J.L., “Los créditos subordinados son necesariamente subordinados por pacto contractual”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 163, 2021, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

¹³Cfr. Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., “Créditos y préstamos participativos”, en Yzquierod Tolsada, M. (coord.), Almudí Cid, J.M. (coord.), Martínez Lago, M.A. (coord.), *Contratos – Tomo IX. Contratos de Financiación y de Garantía. Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales, con sus implicaciones tributarias*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2014, s.p. [versión electrónica – base de datos LegalTeca; fecha de la última consulta: 10/01/2025].

¹⁴Cfr. Colino Mediavilla, J.L., *Op. Cit.*

1.2 REGULACIÓN ACTUAL Y CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES. ANTECEDENTES NORMATIVOS.

A nivel mundial, este instrumento financiero tiene sus orígenes en los Estados Unidos, a finales del siglo XIX, con la aparición de Income Bonds, es decir, bonos cuyos intereses dependían del rendimiento financiero del emisor.¹⁵ En España, la tipificación de los préstamos participativos en nuestro ordenamiento jurídico se estableció a través el Real Decreto- Ley 8/1983, de 20 de noviembre, como medida de reestructuración financiera y saneamiento pre concursal de las empresas en dificultades, impulsada desde el Gobierno con motivo de la profunda crisis económica que afectaba a España.¹⁶ En la actualidad, también hay otros países que regulan la figura de este instrumento como, por ejemplo, en Francia, donde se denominan *obligations participantes* y, en el mundo anglosajón, donde se denominan *participating loans*.¹⁷

Actualmente la regulación mercantil de los préstamos participativos se encuentra en el artículo 20.1 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 (en adelante, “RDL 7/1996”). El referido artículo identifica a este tipo de préstamos mediante la enumeración de sus principales características, estableciendo que:

*“a) La entidad prestamista percibirá un **interés variable** que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, **podrán** acordar un **interés fijo** con independencia de la evolución de la actividad.*

*b) Las partes contratantes **podrán** acordar una **cláusula penalizadora** para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá **amortizar anticipadamente** el préstamo participativo si dicha amortización se*

¹⁵Cfr. Catalina Lapuente, J., *Op. Cit.* Así como Tortuero Ortiz, J., *Op. Cit.*, p. 373.

¹⁶Cfr. Kolb A., y Serrano A., *Op. Cit.* También defiende esta primera tipificación en nuestro ordenamiento jurídico el capítulo de Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

¹⁷Cfr. Catalina Lapuente, J., *Op. Cit.* .

compensa con una **ampliación de igual cuantía de sus fondos propios** y siempre que éste no provenga de la actualización de activos.

c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se **situarán después de los acreedores comunes**.

d) Los préstamos participativos se considerarán **patrimonio neto** a los efectos de **reducción de capital y liquidación de sociedades** previstas en la legislación mercantil”.

Como matiz, cabe resaltar que el apartado d) fue modificado en virtud de la disposición adicional tercera de 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. Como bien indica su título, esta ley se incardina en el proceso legislativo de adaptación del Derecho contable español a las exigencias de la normativa comunitaria. El objetivo fue reemplazar conceptos como “*patrimonio contable*” por “*patrimonio neto*”, en tanto que cuentan con una definición legal específica en el ámbito societario para la distribución de beneficios, reducción obligatoria de capital social y disolución obligatoria por pérdidas, según lo establecido en el artículo 36.1 del CCo.¹⁸

Como regulación complementaria, destaca el artículo 281.1 apartado 2 del Texto Refundido de la Ley Concursal, el cual establece que son créditos subordinados en sede concursal: “*Los créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el concursado, incluidos los participativos*”.

Por consiguiente, a partir de la escasa y fragmentada regulación legal vigente de esta figura, extraemos las siguientes características principales que la dotan de identidad.

En primer lugar, la retribución del préstamo debe consistir en un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (elemento esencial del contrato); de aquí que se denominen participativos. En la práctica, es habitual que se fije como referencia el beneficio o la cifra de negocios y que, además, se estipule un límite máximo a este tipo de interés de carácter participativo.¹⁹ Asimismo,

¹⁸Cfr. Viñuelas Sanz, M., “Los préstamos participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 305, 2017, p. 307 [disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6114075>; fecha de última consulta 15/03/2025].

¹⁹Cfr. Cantalapiedra Arenas, M., *Op. Cit.*

dado que el artículo 20 RDL 7/1996 no restringe las posibles variables, otros posibles ejemplos son: el número de clientes captados, el volumen de facturación, la producción realizada, la evolución de la cuota de mercado, etc. Por ello, puede incluso haber retribución participativa aunque los resultados de la actividad empresarial del prestatario sean negativos, sin que obtenga beneficio alguno.²⁰ No obstante, ninguno de estos últimos ejemplos descritos garantizan una correlación entre la generación de caja del negocio con el pago de los intereses crecientes, por lo que opino que la magnitud más correcta para fijar el interés variable es una que mida el resultado económico de la entidad, como por ejemplo el EBIT, el EBITDA o incluso el resultado antes de impuestos.

A primera vista, este interés variable podría parecer fijo por expresarse como un porcentaje fijo sobre el principal prestado, pero su naturaleza continúa siendo variable, ya que su cálculo depende de la evolución de la actividad de la sociedad.²¹ En consecuencia, aunque formalmente pueda parecer un interés fijo, su cuantía fluctúa en función de los resultados obtenidos por la empresa.

En este sentido se pronunció la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia del País Vasco, número 295/2017, de 5 de julio, al señalar que, en relación con los préstamos participativos, *“el interés es por definición variable cuando su cuantía, **un % del capital prestado, depende de un factor (variable) como el importe de las ventas y/o resultado del ejercicio, o lo que es lo mismo, cuando ese factor cumple la función de determinar el mayor o menor interés devengado por el capital prestado, sea en un % de esos resultados con la limitación a un % de los mismos o del importe del capital prestado”***.²² Como han destacado algunos autores, entre ellos Bustos Contell, la autonomía de la voluntad de las partes en este tipo de contrato solamente encuentra un límite: el parámetro pactado como referencia para calcular el interés variable debe estar efectivamente vinculado a la evolución de la actividad de la entidad prestataria.²³

²⁰Cfr. Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

²¹Cfr. Francisco Javier, M., “A vueltas con el interés variable en los préstamos participativos”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n.999, 2023, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

²² *Vid.* Sentencia del Tribunal Superior de Justicia del País Vasco núm. 295/2017, de 5 de julio, Fundamento Jurídico Sexto. [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JT/2017/1067; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

²³Cfr. Bustos Contell, E., *Préstamo participativo Instrumento de financiación de las PYMES*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid, 2002, p.25. [disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/libro?codigo=49303>; fecha de última consulta: 28/12/2024].

Junto al interés variable, las partes pueden pactar un interés fijo (de carácter aleatorio), el cual será independiente de la evolución económica de la empresa, ergo, no se verá afectado por las vicisitudes financieras y empresariales que la entidad prestataria pueda sufrir. Desde esta perspectiva, el préstamo participativo implica, para la entidad prestataria, un coste mínimo representado por el interés fijo y un coste máximo que resulta de la suma del interés fijo y del interés variable, este último limitado por el tope previamente pactado.²⁴

En lo que respecta al posible establecimiento de un interés fijo, conviene precisar que, en el ámbito de los préstamos participativos, este concepto no debe interpretarse de manera restrictiva como un tipo invariable durante la vigencia del contrato de préstamo. Tal y como señala Pedro Ramos Cueto, el “*interés fijo*” debe entenderse como “*aquel interés que no depende de la evolución de la actividad de la prestataria*”, siendo posible establecer, por ejemplo, el devengo de acuerdo al EURIBOR o cualquier otro índice de referencia análogo.²⁵

No obstante, el interés fijo pactado por las partes no está exento de límites. Debido al carácter subordinado de estos préstamos en caso de concurso de acreedores, un tipo de interés excesivamente elevado y desproporcionado podría dar lugar a la aplicación de la Ley de 23 de julio de 1908, de represión de la usura, y, en consecuencia, a su calificación como interés usurario. Por este motivo, comparto la recomendación formulada por Colino Mediavilla: lo más prudente es pactar un tipo de interés variable elevado y un tipo de interés fijo reducido.²⁶

En segundo lugar, destaca la característica relativa a la restricción del prestatario para realizar la amortización anticipada del préstamo. En efecto, sólo se permite la cancelación anticipadamente cuando dicha amortización va acompañada de una ampliación de capital por un importe equivalente, siempre que esta no provenga de la actualización de activos. Además, el artículo 20.1 RDL 7/1996 prevé la posibilidad de pactar una cláusula penalizadora, aplicable en caso de una amortización anticipada -ya sea total o parcial- por parte del prestatario. No obstante, conviene señalar que este tipo

²⁴ Cfr. Cantalapiedra Arenas, M., *Op. Cit.*

²⁵ Cfr. Ramos Cueto, P., “El préstamo participativo como patrimonio neto en ciertos supuestos no recogidos expresamente en el Real Decreto-Ley 7/1996”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 5, 2018, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

²⁶ Cfr. Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

de financiación se caracteriza por ofrecer plazos de amortización especialmente largos, lo que la convierte en una opción atractiva para las sociedades que buscan estabilidad financiera a largo plazo.²⁷

En tercer lugar, respecto al orden de prelación de créditos en concurso de acreedores, los préstamos participativos tienen carácter subordinado, justo por delante del derecho de cobro de los socios. Así se pronunció la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15, de 24 de noviembre 2020, citando el reciente artículo 282 apartado 2 del TRLC, pues “*opta por considerar en todo caso al crédito participativo como un crédito subordinado*”. Dicho artículo, introducido en virtud del TRLC, consagra la subordinación, *ius cogens*, de los préstamos participativos en sede de concurso, poniendo fin a la larga incertidumbre sobre su calificación en proceso concursal. Como consecuencia de esta subordinación, el prestamista asume un riesgo similar al de los socios y, por ello, es práctica habitual exigir como requisito previo que la empresa prestataria cuente con unos fondos propios superiores al importe prestado, de modo que el prestamista se asegure de no arriesgar con el proyecto más que el préstamo formalizado.²⁸

En cuarto lugar, los préstamos participativos tienen la consideración, a efectos mercantiles, de fondos propios, particularmente en lo que respecta a la reducción de capital social y a la disolución de la sociedad.

En cuanto a la reducción de capital, el artículo 327 de la LSC establece que será obligatorio reducir el capital social de una sociedad anónima cuando “*las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto*”. Por su parte, en materia de disolución, el artículo 363.1 e) de la LSC dispone que una sociedad de capital deberá disolverse cuando sus pérdidas “*dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la*

²⁷Cfr. Molina-Martell, A. y Moreno Vallès, J., “Guía práctica sobre vías de financiación para PYMES, autónomos y emprendedores”, Uría Menéndez, 2023 [disponible en https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8272/documento/guia_Pymes.pdf?id=13214&forceDownload=true; fecha de la última consulta 01/02/2025].

²⁸ Vid. Sentencia de la Sección 15 de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 2504/2020, de 24 de noviembre, Fundamento Jurídico Segundo [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2021/10280; fecha de última consulta: 02/02/2025].

declaración de concurso”. Respecto a este último supuesto, conviene establecer un matiz. Aunque el artículo 20.d del RDL 7/1996 alude expresamente a la “*liquidación*” de la sociedad, una interpretación teológica permite concluir que la norma se refiere al acuerdo de disolución de la sociedad (el cual inicia la fase de liquidación). Esta interpretación será especialmente relevante en el segundo capítulo, donde se abordará el posible uso de los préstamos participativos como instrumento para la reactivación de una sociedad disuelta.

En quinto lugar, y como conclusión integradora de lo anterior -aunque no se mencione expresamente en el artículo 20.1, pues en mi opinión se da por sentado-, el préstamo participativo, en tanto que una modalidad de financiación, tiene una naturaleza plenamente contractual. Se configura como un contrato de préstamo y, por tanto, se rige por las disposiciones generales estipuladas para los contratos en el Código Civil. En consecuencia, su obligación principal es la devolución del principal, junto con los intereses devengados, en el plazo pactado. Así lo recoge la Sentencia del Tribunal Supremo núm. 566/2011, de 13 de julio, al afirmar que el artículo 20 del RDL 7/1996 “***no define el préstamo participativo; se dan unas reglas sobre el interés y la optativa cláusula penalizadora y se añade la previsión de que en prelación de créditos (si esta se plantea) se sitúa después de los acreedores comunes y, además, impone la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil (lo que no obsta a la obligación de devolución del capital prestado)***”. Esta idea -que la obligación principal del préstamo consiste en la devolución del capital-, se reitera al final del fallo, cuando el Alto Tribunal concluye que, si bien “*el capital obtenido se integra en los fondos propios*” ello “***no excluye la obligación de devolver el capital y pagar los intereses, conforme a la naturaleza del préstamo recibido***”.²⁹

En sexto lugar, respecto a la regulación fiscal del préstamo participativo, aunque exceda el ámbito de estudio de este trabajo, es relevante señalar que su regulación se encuentra en el artículo 20.2 del RDL 7/1996, así como en los artículos 15 y 15 bis de la LIS. El artículo 20.2 del RDL 7/1996 establece que los intereses devengados, tanto fijos como variables, derivados de un préstamo participativo se considerarán gasto fiscalmente deducible. No obstante, el artículo 15 LIS introduce un matiz relevante al disponer que los gastos financieros no serán deducibles para la entidad prestataria cuando esta y la

²⁹*Vid.* Sentencia de la Sección 1ª, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 566/2011, de 13 de julio, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2011/7378; fecha de última consulta: 2 de febrero de 2025].

entidad prestamista “*formen parte del mismo grupo de sociedades*”³⁰, entendiéndose “*grupo de sociedades*” como aquella definición establecida en el artículo 42 del CCo. En tal supuesto, la retribución del préstamo participativo se considerará, a efectos de la LIS, como fondos propios y, por lo tanto, no serán fiscalmente deducibles, conforme a lo dispuesto en el artículo 15.1 LIS. Por el contrario, cuando la entidad prestataria y la entidad prestamista no formen parte del mismo grupo de sociedades, los gastos financieros sí serán deducibles, aunque estarán sujetos al límite del artículo 16 LIS. Además, los gastos financieros asociados al PPL tampoco serán deducibles cuando exista una asimetría híbrida, esto es, una diferencia en el tratamiento fiscal del PPL entre el país de la entidad prestataria y el de la entidad prestamista (por ejemplo entre España y Holanda), siempre que la operación se realice “*con personas o entidades vinculadas*” (artículo 15 bis LIS). A estos efectos, se entenderá por “*operaciones vinculadas*” aquellos supuestos contemplados en el artículo 18 LIS.

A continuación, y con el fin de entender este instrumento en toda su dimensión, resulta necesario analizar, no sólo la normativa vigente anteriormente expuesta, sino también su evolución legislativa hasta llegar a la regulación proyectada en el artículo 573-10 del Anteproyecto del Código Mercantil. Dicha evolución legislativa adquiere especial relevancia en este trabajo, ya que permite identificar la *ratio legis* que inspiró al legislador en la creación de esta figura y, a su vez, valorar sus posibles aplicaciones prácticas. Esta perspectiva resulta particularmente útil para el análisis que se abordará en el siguiente capítulo, donde se estudiará el uso de los PPL como una posible alternativa para reactivar una sociedad disuelta.

Así pues, tal y como señala Margarita Viñuelas Sanz, el préstamo participativo fue tipificado por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico mediante el Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización.³¹ Esta ley incorporó, casi de manera literal, la regulación de los préstamos participativos contenida en la denominada Ley Monory (ley francesa de 13 de julio de 1978)³², si bien el ámbito de aplicación se limitaba exclusivamente a empresas pertenecientes a sectores concretos

³⁰ Artículo 15. 1 LIS. *Vid.* El precepto completo: “*No tendrán la consideración de gastos fiscalmente deducibles: a) Los que representen una retribución de los fondos propios. (...). Asimismo, tendrán la consideración de retribución de fondos propios la correspondiente a los préstamos participativos otorgados por entidades que formen parte del mismo grupo de sociedades según los criterios establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio*”.

³¹ *Cfr.* Viñuelas Sanz, M., *Op. Cit.*

³² *Cfr.* Tortuero Ortiz, J., *Op. Cit.* 374.

y en una situación de crisis específica. Este Real Decreto reflejaba los principios ya consagrados en la legislación francesa, el primer ordenamiento europeo en incorporar esta figura jurídica. No obstante, la primera norma que contempló la posibilidad de pactar una cláusula participativa en un contrato de préstamo fue la Orden de 14 de abril de 1981, relativa al acceso al crédito interior por parte de empresas con participación extranjera superior al 25% de su capital. La *ratio legis* de esta previsión era limitar cuantitativamente el acceso de dichas sociedades al crédito interior. Sin embargo, no se definieron los elementos configuradores del préstamo participativo como tipo contractual autónomo.³³

Conforme a lo indicado en su Exposición de motivos, el RDL 8/1983 se aprobó con motivo de ofrecer a los sectores empresariales acogidos a planes de reconversión o reindustrialización un instrumento de financiación especialmente ventajoso para el deudor. En este contexto, se introdujeron “*acciones específicas de carácter financiero, como las relativas a los créditos participativos*”. En concreto, esta norma tipificó los préstamos participativos como una medida destinada a la reestructuración financiera y al saneamiento preconcursal de empresas en *distress*, vinculando la retribución a los resultados de la empresa.³⁴

Posteriormente, a mitad de los años noventa, el ámbito de aplicación subjetivo de esta figura se generaliza y ya no se reserva su uso exclusivamente a los procesos de reconversión y reindustrialización. En esta línea, se aprobó la Orden de 8 de mayo de 1995 por la que se desarrollan las bases y los procedimientos para la concesión de las ayudas y acciones de fomento previstas por la iniciativa PYME de desarrollo industrial. Su principal objetivo, como indica la Exposición de motivos era introducir “*incentivos para que las PYME obtengan un nivel de recursos ajenos adecuados a través de las sociedades de préstamos participativos*”. El artículo 6 apartado 2.3 estableció tres características definatorias para esta figura, dictando que:

“*Se entiende por préstamos participativos los que reúnan las tres condiciones siguientes:*

³³ Cfr. Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

³⁴ *Id.*

Aquellos que tienen un plazo de amortización igual o superior a los diez años y son considerados de último rango, es decir, intermedios entre los recursos propios y los préstamos ordinarios.

Aquellos cuya amortización anticipada exige una ampliación de capital simultánea y en cuantía idéntica a la del préstamo amortizado.

Que estén retribuidos mediante una fórmula binómica, formada por una componente fija para toda la vida del préstamo y una componente variable en función de los beneficios de la empresa”.

Sin embargo, no fue hasta la entrada en vigor el mencionado RDL 7/1996 cuando se reguló los préstamos participativos para cualquier tipo de entidad y se estableció la regulación vigente a fecha de hoy, así como las características definitorias de esta figura.

Meses más tarde pero ese mismo año, la Disposición Adicional segunda de la Ley 10/1996 modificó la redacción del artículo 11 del RDL 8/1983. Su *ratio legis* fue establecer la consideración mercantil de los préstamos participativos. De tal manera, el apartado d) del artículo 11 RDL 7/1966 pasó a quedar redactado de la siguiente manera:

*“d) Los préstamos participativos se considerarán **patrimonio contable** a los efectos de reducción del capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil”.*

Desde una perspectiva mercantil, esta nueva redacción planteó un debate acerca de su naturaleza jurídica, la cual se comentará *ut infra*.

Más recientemente, las dos últimas modificaciones tuvieron lugar ya en el siglo XXI. En primer lugar, como ya se ha mencionado, la Ley 16/2007 modificó el término “*patrimonio contable*” por “*patrimonio neto*”. En segundo lugar, aunque ya no está actualmente en vigor, cabe mencionar el RDL 16/2020, pues modificó, durante un periodo de dos años, los efectos del concurso de acreedores en los préstamos participativos. Este Real Decreto Ley introdujo una excepción al orden de prelación de los préstamos participativos en concurso de acreedores. Así, se calificaron como créditos ordinarios aquellos préstamos participativos que provinieran por personas especialmente relacionadas con la entidad financiada en los concursos que se pudieran declarar dentro de los dos años posteriores a la declaración del estado de alarma.

En conclusión, y con el objetivo de ofrecer una visión esquemática de las principales modificaciones legislativas de esta figura, se incorpora como **Anexo I** una tabla comparativa que recoge las regulaciones más relevantes de esta figura, desde el artículo 20 del RDL 7/1996 (regulación original), pasando por la Ley 10/1996, hasta la Ley 16/2007.

Como última novedad en relación con su regulación, cabe destacar el artículo 573-10 del anteproyecto del Código Mercantil (actualmente paralizado). Si bien dicha norma no está actualmente en vigor, su contenido podría ofrecer indicios relevantes sobre la posible configuración futura de esta figura, sirviendo además como fundamento para justificar la posible interpretación extensiva de la consideración de un PPL como patrimonio neto a efectos de reactivación de una sociedad. Por consiguiente, se incorpora dicho precepto como **Anexo II**.

Por otro lado, cabe destacar la regulación del carácter subordinado de los préstamos participativos. En la actualidad, esta se encuentra recogida en el artículo 20.1 d) RDL 7/1996 y en el artículo 281.1 apartado 2 del Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley Concursal. Con anterioridad a la entrada en vigor del citado artículo 281.1 apartado 2 TRLC, ello se regulaba en el artículo 92 de la Ley Concursal. Dicho precepto rezaba que eran “*créditos subordinados*”: “2.º *Los créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor*”. Sin embargo, dicha redacción no contenía una mención expresa a los préstamos participativos ni su carácter subordinado en sede concursal. No obstante, la doctrina mayoritaria parecía estar de acuerdo de que, en sede de concurso, los créditos derivados de los préstamos participativos debían calificarse como subordinados.³⁵ En contraposición, la regulación actual del artículo 281.1 TRLC reza que “*son créditos subordinados*”: “2.º *Los créditos que por pacto contractual tengan el carácter subordinado respecto de todos los demás créditos contra el concursado, incluidos los participativos*”. Por consiguiente, observamos como la inclusión expresa de los préstamos participativos en el artículo disipa cualquier duda interpretativa y pone fin al debate doctrinal en torno a su calificación concursal.

³⁵ Cfr. García-Villarubia, M., “Tres supuestos dudosos de créditos subordinados”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.19, 2014, Uria Menéndez [disponible en <https://www.uria.com/es/publicaciones/4048-tres-supuestos-dudosos-de-creditos-subordinados>; fecha de última consulta el 02/02/2025].

En síntesis, observamos que la regulación de los préstamos participativos resulta escasa e imprecisa, al no abordar múltiples cuestiones significativas, lo que redundaría en una merma de la seguridad jurídica. Esta falta de claridad normativa genera incertidumbre tanto para sociedades como para inversores, dificultando la previsibilidad de sus efectos legales y, en consecuencia, desincentivando su utilización como instrumento de financiación. Esta situación es fruto de la técnica legislativa con la que se ha estado abordando esta figura, pues su principal regulación se recoge en una norma de urgencia, como es el RDL 7/1996 y las sucesivas modificaciones han sido introducidas de manera apresurada, mediante disposiciones adicionales, tales como la Disposición Adicional Segunda de la Ley 10/1996 o la Disposición Adicional Tercera de la Ley 16/2007. A mi juicio, estas modificaciones legislativas, aplicadas a una figura que adquiere progresiva relevancia en el mundo empresarial, evidencian una técnica legislativa deficiente, caracterizada por respuestas fragmentarias que actúan como meros “parches” frente a las dudas jurídicas que han ido surgiendo. Resulta, por tanto, necesario anticiparse a futuros interrogantes legales y avanzar hacia una regulación más completa y detallada de esta figura, aspecto que se abordará en el presente trabajo a través de algunas propuestas *lege refrenda*.

1.3. NATURALEZA JURÍDICA Y CLASIFICACIÓN CONTABLE: ¿RECURSO PROPIO O RECURSO AJENO? ¿CUÁNDO COMPUTAN COMO FONDOS PROPIOS?

Al tratarse de un instrumento escasamente regulado, resulta oportuno realizar una breve referencia a la naturaleza jurídica de esta figura, a fin de solventar posibles lagunas legales que puedan surgir al analizar sus características principales, así como para otorgar un mejor análisis de su aplicación en el mundo de M&A. Tanto la doctrina como la jurisprudencia han ofrecer respuestas acerca de cuál es la verdadera naturaleza jurídica de este tipo de préstamo.

En el ámbito doctrinal, algunos autores han recurrido a figuras societarias afines, como las cuentas en participación (art. 239 del Código de Comercio) o el crédito parciario (art. 1579 del Código Civil), con el propósito de arrojar luz sobre la naturaleza jurídica de

esta figura.³⁶ Otros autores, como Palá Laguna, sostienen que las particularidades del préstamo participativo no desvirtúan su naturaleza jurídica como contrato de préstamo y que su eventual equiparación a los fondos propios tiene relevancia únicamente a determinados efectos societarios.³⁷ Asimismo, tal y como se ha reseñado anteriormente, autores como José Luis Colino advierten que, si bien los elementos distintivos de los préstamos participativos pueden conferirles una naturaleza especial como crédito-deuda, -lo cual les aproxima a las figuras societarias como las cuentas en participación o el crédito parciario-, esta figura sigue estando claramente diferenciada de los fondos propios. En este sentido, Colino subraya que dicha similitud se debe a que existe “*cierta asunción de riesgo, en la retribución y en el derecho al reembolso, y de la afectación del crédito participativo a la solvencia del deudor, cualidades que son útiles, con matices en cada caso, para articular la estructura financiera del deudor tanto en fases de normalidad, como en supuestos de crisis pre concursal o, en fin, dentro del procedimiento concursal*”, “*pero no son riesgo ni afectación societario*”, puesto que “*la diferenciación es evidente respecto a la posición de socio*”.³⁸ En conclusión, Colino defiende que, pese a los puntos de conexión con otras figuras societarias -especialmente en términos de absorción de riesgos y vinculación con la solvencia del deudor-, el préstamo participativo no pierde su naturaleza de préstamo, excluyendo cualquier equiparación con la posición de socio o con una aportación de capital.

En línea con esta opinión doctrinal mayoritaria, el Tribunal Supremo estableció que la naturaleza jurídica de esta figura es, en esencia, la de un contrato de préstamo y, por lo tanto, es deuda. En concreto, nuestro Alto Tribunal, en su Sentencia núm. 566/2011, de 13 de julio, estableció que:

*“es preciso abordar la naturaleza jurídica del préstamo participativo. Este es un **préstamo** y está sometido a las reglas esenciales del mismo, cuya **principal obligación es la devolución** del principal e intereses en el tiempo pactado. Es decir, cuando una persona, física o jurídica, precisa de un capital, lo puede obtener de muy diversas maneras, pero si lo hace en forma de préstamo, su*

³⁶ Cfr. Kolb A., y Serrano A., *Op. Cit.* Así como Tortuero Ortiz, J., *Op. Cit.*, p. 380.

³⁷ Cfr. Palá Laguna, E., “Algunas cuestiones en torno a la figura del ‘préstamo participativo’ y su nuevo régimen jurídico”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, n. 70, 2017, p. 458. [disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/libro?codigo=49303>; fecha de última consulta 27/12/2024].

³⁸ Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

obligación esencial es la devolución. Lo cual no viene alterado por el artículo 20 del Real Decreto".³⁹

Es síntesis, la Sala dicta que la naturaleza de préstamo es inalterable, pues no se ve afectada ni por la aplicación del artículo 20.1 RDL 7/1996, ni por su consideración como fondos propios a los efectos de la legislación mercantil. En particular, atendiendo a la literalidad de su Fundamento de Derecho Cuatro, *“el capital obtenido se integra en los fondos propios, pero no excluye la obligación de devolver el capital y pagar los intereses, conforme a la naturaleza del préstamo recibido”*.

La *ratio decidendi* del Tribunal Supremo en esta sentencia se basa en que el préstamo participativo sigue siendo capital sujeto a devolución y, por lo tanto, sigue siendo deuda. Es más, la sentencia continúa diciendo que una de las principales consecuencias de no perder la naturaleza jurídica de préstamo se pone de manifiesto al mantenerse el principio de responsabilidad patrimonial universal que proclama el artículo 1911 del CC. Por consiguiente, este préstamo únicamente manifestará su particular carácter subordinado en caso de concurso de acreedores y de aplicarse la prelación de créditos. Bajo el resto de las circunstancias, los acreedores de este tipo de préstamo mantendrán su calificación como acreedores comunes.

Por último, procede añadir que la consideración de los préstamos participativos como fondos propios obedece a una interpretación de carácter restrictivo. Así, como indicó en su día la resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996 *“estos préstamos figurarán en el balance de la empresa en la agrupación correspondiente a los acreedores”* y *“se tendrán en cuenta en la cuantificación del patrimonio a los efectos de reducción de capital y disolución de sociedades previstos en la legislación mercantil”*.⁴⁰

Concretamente, como indica otra Sentencia del Tribunal Supremo, número 461/2021, de 30 de Marzo de 2021, únicamente tendrán la consideración de patrimonio neto en dos momentos:

³⁹ *Vid.* Sentencia de la Sección 1ª, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 566/2011, de 13 de julio, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2011/7378; fecha de última consulta: 2 de febrero de 2025].

⁴⁰ *Vid.* Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996 sobre el concepto de Patrimonio Contable a efectos de reducción de Capital y disolución de Sociedades, número BOICAC 31, 1997, 31 de octubre de 1997. [disponible en <https://www.icac.gob.es/node/1070>; fecha de última consulta 15/03/2025].

*“uno, la reducción de capital prevista en los artículos 317 y ss. 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 y, otro, la liquidación de sociedades, prevista en el artículo 362 y ss. del mismo Texto Refundido”.*⁴¹

En este mismo sentido, y conforme a la literalidad del artículo 20 apartado d) RDL 7/1996, *“los préstamos participativos se considerará patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil”*. Por consiguiente, es claro y patente que la consideración de los PPL como parte del patrimonio neto del deudor se encuentra limitada a los supuestos expresamente previstos por el legislador, siempre que concurran, además, los tres requisitos establecidos en dicho precepto:

- a. Que el prestamista perciba un interés variable, determinado en función de la evolución de la actividad de la entidad prestataria;
- b. Que la amortización anticipada del préstamo por parte de la entidad prestataria sólo pueda realizarse si dicha amortización se compensa con una ampliación de capital de igual cuantía y que esta no provenga de la actualización de sus activos;
- c. Que, en cuanto al orden de prelación de créditos, los préstamos participativos se sitúen después de los acreedores comunes.⁴²

Fuera de estos dos supuestos, los préstamos participativos se contabilizan como préstamos. En concreto, la resolución del ICAC del 30 de junio de 2009 estableció que, fuera de estos dos supuestos, *“se contabilizan conforme a la norma de registro y valoración (NRV) 9º, relativa a los “Instrumentos financieros” del Plan General de Contabilidad (PGC 2007), aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre”*. Para mayor precisión, en términos contables, el ICAC establece que estos préstamos se clasificarán contablemente como *“préstamos y partidas a cobrar”*, para la entidad prestamista, y como *“débitos y partidas a pagar”*, para la entidad prestataria.⁴³

⁴¹ Vid. Sentencia de la Sección 2ª, de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, del Tribunal Supremo núm. 461/2021, de 30 de marzo, Fundamento Jurídico Tercero [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2021/1443; fecha de última consulta 15/03/2025].

⁴² Cfr. Azorín Burgos, M., “Consideración del préstamo participativo como patrimonio neto”, *Revista Contable*, n. 1, 2012, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 12/02/2025].

⁴³ Vid. Resolución del ICAC del 30 de junio de 2009, “Instrumentos financieros NRV 9ª. Contabilización de los préstamos participativos”, núm. 78, 2009. [disponible en

Del mismo modo, y en una línea continuista, la recientemente Consulta n.º 2 del BOICAC 54, junio de 2023, respaldó su interpretación en la Resolución del ICAC de 1996 para afirmar que “[l]os préstamos participativos, aparte de tener unas especiales características en cuanto a la remuneración de los intereses o a su devolución, **no tienen ninguna excepcionalidad en cuanto a su contabilización**”.⁴⁴ Por consiguiente, observamos como los préstamos participativos no reciben, desde el punto de vista contable, ningún tratamiento diferenciado respecto del préstamo mercantil ordinario, salvo sólo su consideración como fondos propios en los dos supuestos específicos. Así pues, esta interpretación resulta plenamente coherente con el criterio sostenido por el ICAC, que reafirma la naturaleza de esta figura como un contrato de préstamo.

En conclusión, conforme se desprende de la jurisprudencia y de las resoluciones del ICAC, el préstamo participativo es el resultado de la formalización de un contrato de préstamo. Si bien tiene la consideración de patrimonio neto en dos supuestos específicos (la obligación de reducción de capital social y la disolución de la sociedad) y presenta carácter subordinado en escenarios de insolvencia, no por ello queda desvirtuado su naturaleza de contrato de préstamo.

Esta tesis sostenida por la jurisprudencia encuentra un respaldo adicional en la legislación civil y mercantil, en la medida en que el préstamo participativo es una figura de financiación que cumple con las características esenciales de todo préstamo. En primer lugar, se ajusta a lo previsto en el artículo 1740 del CC, el cual dicta que *“una de las partes entrega a la otra dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, pudiendo ser el préstamo gratuito o con pacto de pagar interés”*. Asimismo, esta figura se encuadra dentro de la regulación general del préstamo contenida en el Título X (“Del préstamo”), Capítulo II (“Del Simple Préstamo”) del CC, así como en la regulación específica del préstamo mercantil prevista en el Código de Comercio, concretamente en su Título V, Sección Primera (“Del Préstamo Mercantil”).

En síntesis, y a la luz de la jurisprudencia, las resoluciones del ICAC, la regulación del contrato de préstamo en el Código Civil y en el Código de Comercio, así como de la doctrina, estimo que no cabe duda de que la naturaleza jurídica del préstamo participativo

<https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-icac-78-junio-2009-01-06-2009-1440002>; fecha de última consulta 15/03/2025].

⁴⁴ *Vid.* Resolución del ICAC de junio de 2023, “Sobre el tratamiento contable de un préstamo participativo”, núm. 54, 2023, [versión electrónica – base de datos Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de España; fecha de última consulta 15/03/2025].

es la de un contrato de préstamo. Si bien esta figura cuenta con un régimen específico que la diferencia de un préstamo ordinario, lo cierto es que, *fine diei dictum*, reúne todos los elementos esenciales que configuran el contrato de préstamo. Una vez se perfecciona el contrato, nace para el prestatario la obligación de devolver al prestamista, en el plazo acordado, una cantidad de dinero equivalente a la recibida, así como la obligación de satisfacerle los intereses pactados.

Asimismo, conviene subrayar que el préstamo participativo no comporta riesgo respecto al derecho de reembolso, puesto que su carácter subordinado no implica participación en pérdidas. Del mismo modo, su eventual equiparación al patrimonio contable (limitada a los efectos de reducción de capital y liquidación de la sociedad) no altera su naturaleza de contrato de préstamo, dado que en ningún caso puede asimilarse la posición del acreedor a la del socio de la entidad prestataria. En definitiva, esta figura cumple plenamente con los requisitos previstos en los artículos 1753 y ss del CC, así como en los artículos 312 y ss del CCo.

En conclusión, puede afirmarse que el préstamo participativo ostenta naturaleza jurídica de contrato de préstamo. Es *equity* a fondo perdido, es capital sujeto a devolución y, por lo tanto, es deuda. Además, desde el punto de vista contable, para la entidad prestataria, representa, en esencia, un pasivo financiero.

1.4. SUBORDINACIÓN DEL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO.

1.4.1. La subordinación en los préstamos participativos: naturaleza, origen y modificaciones contractuales.

La subordinación del derecho del prestamista de un préstamo participativo frente a otros acreedores del prestatario se configura como uno de los elementos esenciales de este tipo de préstamo. Este elemento esencial se regula en el artículo 20 del RDL /1996, el cual reza que dicho préstamo tendrá un rango inferior a los créditos de los acreedores comunes.

No obstante, dicha regulación dio lugar a un primer debate jurídico: ¿en qué supuestos resulta aplicable este régimen de subordinación? La Sentencia del Tribunal Supremo de 13 de julio de 2011, abordó esta cuestión al afirmar que “*si debe aplicarse la prelación de créditos, quedará tras los comunes; lo cual ocurrirá tan solo en el caso de insolvencia*”. Este pronunciamiento fue interpretado por parte de la doctrina como una confirmación de que el régimen de subordinación se aplica en sede de concurso. No obstante, como inciso lateral, conviene matizar que la expresión “*situación de insolvencia*” a la que alude la sentencia no es automáticamente equivalente a una “*declaración de concurso*”. Además, debe tenerse en cuenta que la citada sentencia fue emitida en el marco de un proceso extra concursal, por lo que estimo que el debate no fue zanjado con dicha sentencia.⁴⁵

Posteriormente, el 24 de Marzo de 2017, tuvo lugar un cambio de paradigma en el ámbito concursal. A pesar de que la doctrina mayoritaria defendía la subordinación de los préstamos participativos en sede concursal, la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 28, mediante su Sentencia de 162/2017, calificó, en sede concursal, los préstamos participativos como ordinarios, reinterpretando la sentencia del Tribunal Supremo, así como el artículo 20 RDL 7/1996. Esta sentencia revocó la sentencia del Juzgado de lo Mercantil N.6 de Madrid y estableció que “*no considera que el RDL 7/1996 establezca la calificación concursal del crédito participativo como crédito subordinado*”.⁴⁶

La sentencia resolvió una demanda interpuesta por SAREB contra la Administración concursal de Reyal Urbis, S.A., solicitando que su crédito fuera reconocido en el listado de acreedores como privilegiado especial y, subsidiariamente como ordinario, en lugar de subordinado. La Sala concluyó que el art 20.1 del RDL 7/1996 establece una regla de prelación de crédito aplicable exclusivamente a “*ejecuciones singulares*” y, no en ejecuciones universales como el concurso de acreedores. Este artículo hace referencia a la prelación de créditos regulada en los artículos 1922 y ss CC, los cuales no se aplican en caso de concurso, según lo dispuesto en el art 1921-2 del CC. Este último establece que “*en caso de concurso, la graduación*

⁴⁵ Vid. Sentencia de la Sección 1ª, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 566/2011, de 13 de julio, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2011/7378; fecha de última consulta: 2 de febrero de 2025].

⁴⁶ Vid. Sentencia de la Sección 28, de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 162/2017, de 24 de marzo, Fundamento Jurídico Tercero [versión electrónica – base de datos CENDOJ. Ref. SAP M 8142/2017; fecha de última consulta: 02/02/2025].

y clasificación de los créditos se regirá por la Ley Concursal”. Las ejecuciones singulares, que se resuelven mediante una tercería de mejor derecho, son las mencionadas en la Disposición Final Trigésimo-Tercera de la LC. Por tanto, se distingue entre ejecuciones universales, sujetas a la LC y ejecuciones singulares, reguladas por el CC y CCo. También concluyó que la regla general del concurso es el “*principio de igualdad de tratamiento de los acreedores*” y afirmó que cualquier excepción, ya sea positiva (crédito privilegiado) o negativa (crédito subordinado) debe ser interpretada de forma estricta. Por consiguiente, debido a que la Ley concursal no disponía de una subordinación para los préstamos participativos y ante la ausencia de un pacto expreso de subordinación, no procedía la subordinación del préstamo participativo en sede de concurso.⁴⁷ Esta fue la primera sentencia que no calificó a un préstamo participativo como subordinado.

A la luz de esta sentencia, se promulgó el artículo 282. 2 TRLC, el cual puso fin a esta polémica doctrinal y jurisprudencial, pues estableció, *ius cogens*, la subordinación de los préstamos participativos como subordinados en sede de concurso.⁴⁸ A tal efecto se pronunció la Sentencia de la Audiencia Provincial de Málaga, Sección 6º, de 22 de septiembre de 2021, la cual estableció, en su Fundamento Cuarto que “*el Texto actualmente vigente aclara la Ley anterior, y recoge ya expresamente los créditos participativos dentro de los subordinados, sin que sea una norma ajena a la concursal la que disponga dicho carácter subordinado, si bien, conforme a lo expuesto anteriormente y en una interpretación contextual, el carácter subordinado procede de pactar las partes su consentimiento a lo dispuesto en el art.20 Real Decreto-Ley 7/1996*”.⁴⁹

En el mismo sentido se pronunció la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 24 de noviembre de 2020, la cual concluyó que este nuevo artículo “*zanja definitivamente la polémica doctrinal y judicial sobre la naturaleza en el concurso de los créditos participativos, al contemplarlos expresamente dentro del catálogo de créditos subordinados por pacto contractual (apartado segundo)*” y subraya que “*el artículo*

⁴⁷ Vid. Sentencia de la Sección 28, de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 162/2017, de 24 de marzo, Fundamento Jurídico Tercero [versión electrónica – base de datos CENDOJ. Ref. SAP M 8142/2017; fecha de última consulta: 02/02/2025].

⁴⁸ Cfr. Buil Andana, I., *Op. Cit.*

⁴⁹ Vid. Sentencia de la Sección 6ª de la Audiencia Provincial de Málaga núm. 1179/2021, de 22 de septiembre, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos Aranzadi. Ref. JUR/2021/383292; fecha de última consulta: 3 de febrero de 2025].

281.1º, apartado 2º, del TRLC, **opta por considerar en todo caso al crédito participativo como un crédito subordinado [...] sin que queda el acuerdo en contrario de excluir la subordinación**".⁵⁰ En conclusión, tal y como establecen estas dos sentencias el artículo 281.1.2 TRLC soluciona la problemática de la subordinación de los préstamos participativos en sede concursal. En consecuencia, el carácter subordinado del crédito participativo en concurso del prestatario es un elemento esencial del tipo especial de esta figura.⁵¹

En segundo lugar, una vez asentada la subordinación de los préstamos participativos en sede de concurso, cabe analizar qué tipo de subordinación se trata. A fin de solucionar el debate doctrinal existente entre si la subordinación se debe a la existencia obligatoria de un pacto contractual expreso de subordinación, o más bien, a la aplicación automática del carácter subordinado derivada de la voluntad de las partes de someterse al régimen del artículo 20 RDL 7/1996 (imposición *ex lege*),⁵² es imprescindible acudir a la jurisprudencia.

En este sentido, debe citarse la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valladolid, Sección 3ª, núm. 221/2012, de 19 de junio, pues dicta que el origen de la naturaleza subordinada de un préstamo participativo puede deberse tanto a un pacto contractual como desde el momento en el que las partes deciden regular su préstamo por el artículo 20 del RDL 7/1996. En cualquiera de los dos casos, el crédito tiene, en su totalidad, la condición de subordinado.⁵³

En este caso, la sentencia de primera instancia rechazó la subordinación del crédito de la sociedad debido a que no existía un pacto expreso en el contrato de préstamo. A pesar de que el Juzgado reconociera que se trataba de un préstamo participativo regulado en el artículo 20 del RDL 7/1996, también opinaba que dicha naturaleza no comportaba *per se* su condición de subordinado. Fundamentó el fallo en que el artículo 92.2 LC exigía la existencia de un pacto contractual expreso. No obstante, la sentencia de la Audiencia Provincial refuta este argumento y dicta que "*dicha voluntad de*

⁵⁰ *Vid.* Sentencia de la Sección 15 de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 2504/2020, de 24 de noviembre, Fundamento Jurídico Segundo [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2021/10280; fecha de la última consulta: 3 de febrero de 2025].

⁵¹ *Cfr.* Colino Mediavilla, J.L., *Op. Cit.*

⁵² *Cfr.* García-Villarubia, M., *Op. Cit.*

⁵³ *Vid.* Sentencia de la Sección 3ª de la Audiencia Provincial de Valladolid núm. 221/2012, de 19 de junio, Fundamento Jurídico Segundo [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2012/240810; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

subordinación existe y ha de considerarse manifestada desde el momento en que las partes deciden utilizar un determinado instrumento o figura contractual que por ley comporta dicha subordinación y a resultas del cual nace el crédito en cuestión, aunque al redactar el contrato no incluyan luego expresa o específicamente dicha cláusula.” Por consiguiente, observamos como la subordinación del préstamo participativo puede tener su origen tanto por la existencia de un pacto contractual expreso o por la elección de las partes de someter esta financiación a la figura del artículo 20 del RDL 7/1996, cuyo apartado d) recoge expresamente su carácter subordinado.

Más recientemente, y teniendo en cuenta que el artículo 92.2 LC está actualmente derogado, cabe destacar la sentencia de la Audiencia Provincial de Málaga, Sección 6ta, núm. 1179/2021, de 22 de Septiembre, la cual dispuso que **“si las partes contratan un préstamo y se remiten a lo dispuesto en el art. 20 RD Ley 7/1996, que establece que los préstamos participativos se situarán después de los acreedores comunes, debe estarse a todo lo recogido en él, incluyendo la subordinación”**.⁵⁴ Por consiguiente, tanto si existe un pacto contractual como si se remite la regulación del préstamo al artículo 20 RDL 7/1996, el préstamo participativo gozará de la calificación de subordinado en sede de concurso. Esta es la idea que recoge el reciente artículo 281.1.2 del TRLC, al establecer que los PPL se incluyen en la categoría de los créditos subordinados tanto por pacto contractual expreso como por la consideración de que, por su propia naturaleza, son necesariamente subordinados (pacto contractual implícito debido a la elección del tipo especial del artículo 20 del RDL 7/1996).⁵⁵

Como pequeño remate final, estimo conveniente incluir una pequeña mención a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 6 de Madrid, del 23 de diciembre de 2013, la cual, a su vez, citó a Garrido, en su obra *“Artículo 92. Comentarios a la Ley Concursal”* y estableció que **“la subordinación contractual se produce no solo cuando las partes incluyan una cláusula de subordinación en un crédito, sino también cuando escojan establecer una relación crediticia mediante una técnica jurídica que lleve aparejada la subordinación. Pensemos, como no, en los préstamos participativos.”**.⁵⁶

⁵⁴ Vid. Sentencia de la Sección 6ª de la Audiencia Provincial de Málaga, núm. 1179/2021, de 22 de septiembre, Fundamento Jurídico Tercero [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2021/383292; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

⁵⁵ Cfr. Colino Mediavilla, J.L., *Op. Cit.*

⁵⁶ Vid. Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Madrid, de 23 de diciembre de 2013 [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2014/111212; fecha de la última consulta: 15/03/2025] citando a

De tal manera, la sentencia de la AP de Málaga indicó que *“lo cierto es que la aplicación de la norma correspondiente (art. 20 uno c) del Real Decreto-Ley 7/1996) entra en juego como consecuencia de la subsunción en el tipo normativo de un supuesto negociar. Por lo tanto, cuando se pacta el contrato de préstamo participativo se está asumiendo el carácter subordinado que le impone la norma”*.

En segundo lugar, una vez establecido el carácter subordinado en sede concursal, ya sea por pacto o por disposición legal, procede analizar qué sucede ante un intento de eliminación del carácter subordinado de un préstamo participativo mediante una modificación contractual posterior. La Sentencia de la Audiencia Provincial de A Coruña, Sección 4, de marzo de 2017 resuelve un litigio acerca del otorgamiento de un préstamo participativo y su posterior modificación, dos años más tarde, para extender el plazo de pago y establecer nuevas condiciones, como la eliminación de su carácter subordinado. En concreto, la modificación estipulaba que *“cualquier pacto anterior que se oponga o contradiga lo aquí acordado y que perjudique el derecho de la sociedad acreedora (...) quedará sin efecto (y de manera especial con el presente vencimiento el préstamo inicial perderá la consideración de préstamo participativo)”*.⁵⁷

La Sala concluyó que la modificación y eliminación del carácter subordinado del préstamo *“carece de justificación objetiva”* y que la acción *“del deudor resulta perjudicial para la masa activa del concurso”*. En consecuencia, mantuvo la calificación del préstamo participativo como subordinado. Como principal argumento, destaca que fueron las propias partes quienes, al suscribir el contrato de préstamo de octubre de 2007, acordaron expresamente someterlo a al artículo 20 del Real Decreto 7/1996. Por ello, el préstamo no debía perder su naturaleza participativa al vencimiento y, al contrario, *“es precisamente cuando, ya vencido y exigible, el crédito del prestamista concurre con los demás créditos contra el mismo deudor, cobra virtualidad el pacto de subordinación que encierra”*, ergo, activando el pacto de subordinación inherente.⁵⁸

Garrido García, J.M., “Comentario al artículo 92. Créditos subordinados”, en Rojo Fernández, A.J., *Comentario de la Ley Concursal*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004, p. 1663.

⁵⁷ Vid. Sentencia de la Sección 4ª de la Audiencia Provincial de A Coruña núm. 98/2017, de 16 de marzo, Fundamento Jurídico Primero [versión electrónica – base de datos CENDOJ. Ref. SAP M 8142/2017; Fecha de la última consulta: 2 de febrero de 2025].

⁵⁸ Vid. Sentencia de la Sección 4ª de la Audiencia Provincial de A Coruña núm. 98/2017, de 16 de marzo, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos CENDOJ. Ref. SAP M 8142/2017; Fecha de la última consulta: 2 de febrero de 2025].

En conclusión, en relación a las modificaciones contractuales posteriores de un contrato de préstamo participativo, observamos que, sin justificación objetiva, no puede admitirse la exclusión voluntaria por acuerdo contractual del carácter subordinado. Tanto el artículo 20 RDL 7/1996, como el artículo 282.2 TRLC, son normas imperativas que no admiten pacto en contrario. En caso de admitirse, se eliminaría uno de los elementos esenciales de los préstamos participativos y estaría perjudicando a la masa activa del concurso. Además, un argumento de mayor calado introducido por Colino Mediavilla, consiste en que la consideración como patrimonio neto podría implicar una infracción del principio de correspondencia entre capital y patrimonio y de lo dispuesto en el artículo 58 de la Directiva UE 2017/1132.⁵⁹ Por tanto, dado que una norma que otorga esta la calificación de subordinado a un crédito con retribución participativa ya plantea dudas de su vulneración al artículo 58 de la Directiva 2017/1132, estimo que la existencia de una norma que permita otorgar la consideración de patrimonio neto a un crédito con naturaleza participativa pero sin carácter subordinado (es decir, a un crédito ordinario), resultaría en una evidente y grave vulneración de este principio y de la normativa comunitaria. En caso de permitir una novación de un contrato de préstamo participativo para eliminar su carácter subordinado, se estaría equiparando un crédito ordinario (deuda común de la sociedad) con el capital social. Incluso ello conllevaría que, debido a la supremacía del Derecho Comunitario, si el legislador español hubiera recogido esta posibilidad en el artículo 20 del RDL 7/1996, se hubiera tenido que suprimir dicho artículo.

1.4.2. Caso especial: préstamo participativo con garantía real.

Para hacer más atractiva esta fuente de inversión, una variante que resulta interesante de analizar es su posible otorgamiento con una garantía real.⁶⁰ Esta garantía permitiría a la entidad prestamista mitigar el riesgo de impago de la entidad prestataria (al contar con un activo susceptible de ejecución en caso de incumplimiento) y, para la entidad prestataria, supondría una posible reducción en el coste de financiamiento y una

⁵⁹ *Cfr.* Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

⁶⁰ *Cfr.* Tortuero Ortiz, J., *Op. Cit.* p. 388.

mayor flexibilidad en los términos del contrato de préstamo (como un mayor plazo de amortización).

Ello hace emerger dos cuestiones a debatir. En primer lugar, ¿es dicha garantía válida? En segundo lugar, en relación al orden de prelación de créditos, ¿qué calificación primaria ante la colisión entre el carácter subordinado de todo préstamo participativo (en virtud del artículo 20.1 RDL 7/1996) y el carácter de crédito privilegiado especial propio de toda garantía real (artículo 270 de la LC)? Y, finalmente, también cabría plantearse: ¿podría calificarse dicho préstamo como privilegiado especial hasta donde alcancen las garantías reales y como ordinario en la parte del crédito que no satisfaga dichas garantías?

Respecto a la primera cuestión, la posible existencia de esta situación se debe a una laguna legal, pues no hay prohibición normativa, ni en el RDL 7/1996 ni en cualquier otra normativa aplicable, que impida garantizar un préstamo participativo con una garantía real;⁶¹ dependerá, en virtud del artículo 1255 CC, de lo que las partes decidan en el ejercicio de su autonomía de voluntad.

Por tanto, una vez establecido la validez de otorgar un préstamo participativo con garantía real, el debate gira en torno a las siguientes preguntas: ¿adquiere el préstamo participativo rango de crédito privilegiado? ¿pierde su característica de crédito subordinado? ¿se contradice el RDL 7/1996 con la Ley Concursal? ¿debe ser calificado como crédito ordinario o subordinado?

A priori, aunar los conceptos de préstamo participativo y garantía real nos lleva a un aparente oxímoron. Además, esta alternativa ni si quiera fue contemplada en el Anteproyecto del Código Mercantil, por lo que es especialmente interesante analizar su calificación concursal desde un punto de vista jurisprudencial para así poder fomentar su uso como instrumento de financiación. La sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Madrid, de 23 de diciembre de 2013, aborda un caso de préstamos participativos constitutivos de un tramo especial en el marco de un proceso de renegociación de deuda y, además, garantizados con garantías reales. Esta sentencia hace remisión a la ya mencionada sentencia del Tribunal Supremo del 2011 y dicta que *“la subordinación crediticia se configura como elemento esencial e identificador del crédito participativo,*

⁶¹ Cfr. Echenagusia, I. y París, P., “Los préstamos participativos: ¿qué ocurre cuando se garantizan?”, *Economist & Jurist*, 2016, s.p. [disponible en: https://www.economistjurist.es/wp-content/uploads/sites/2/2016/09/9_Mercantil-1.pdf; fecha de última consulta 15/03/2025].

*por lo que puede afirmarse que -por voluntad legal- la adquisición de financiación por las empresas mediante el específico cauce del préstamo participativo deviene necesariamente postergado en una hipotética insuficiencia de bienes y derechos del prestatario para satisfacer la totalidad de sus deudas”.*⁶²

A pesar de ello, la sentencia sí que reconoce la validez y eficacia de las garantías reales constituidas para garantizar un préstamo participativo; no obstante, aclara que, dentro de un concurso de acreedores, la ejecución y el pago de estas garantías deben ajustarse al antiguo art. 155.1 de la Ley concursal (por aquel momento vigente), lo cual implica que *“debe prevalecer la postergación contractual de la garantía real”*. En opinión de Ignacio Echenagusia y Pilar París, *“si bien las garantías otorgadas para garantizar un préstamo participativo no desaparecerán o quedarán anuladas por la mera declaración del concurso del deudor, cierto es que quedarían desvirtuadas en el seno del concurso, pues en ningún modo permiten mejorar la calificación crediticia del préstamo participativo que, por mucho que goce de garantía real, va a continuar quedando calificado como deuda subordinada”*.⁶³

En conclusión, a pesar de que el otorgamiento de una garantía real sobre un préstamo participativo puede suponer un incentivo a este tipo de inversión a la vista de los prestamistas, observamos que esto no priva al préstamo de su carácter subordinado. Como indica José Luis Colino Mediavilla, *“el carácter subordinado en el concurso del prestatario del crédito por el reembolso del principal del tipo especial préstamo participativo del artículo 20 del Real Decreto-ley 7/1996 no se altera por el otorgamiento de garantías reales. Llegado el concurso del prestatario, el crédito participativo se ha de clasificar como subordinado por pacto contractual (art. 281.1.2.o del TRLC)”*.⁶⁴

Como opinión, estimo que, a la luz de la reciente jurisprudencia y la opinión doctrinal mayoritaria, la garantía real otorgada junto con un préstamo participativo es un elemento accesorio a la obligación principal y, por lo tanto, debe sufrir la misma suerte que ésta. Por ello, el crédito privilegiado que ofrece una garantía real deberá decaer cuando el carácter subordinado del préstamo participativo despliegue sus efectos en el proceso concursal. De tal manera, trayendo a colación un pequeño matiz de su uso en

⁶² *Vid.* Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Madrid, núm. , de 23 de diciembre de 2013, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos *Aranzadi*. Ref. Ref. JUR/2014/111212; fecha de la última consulta: 7 de febrero de 2025].

⁶³ *Cfr.* Echenagusia, I. y París, P., *Op. Cit.*

⁶⁴ *Cfr.* Colino Mediavilla, J.L., *Op. Cit.*

operaciones de M&A , una entidad prestamista (como por ejemplo, la BidCo que actúa como parte compradora en el caso que se analizará *ut infra*), puede negociar que el deudor prestatario que le otorga el préstamo participativo le garantice el préstamo con una garantía real; sin embargo, se debe tener en cuenta que, en caso de que la entidad prestataria entre en concurso de acreedores, este crédito será considerado como subordinado, situándose, en el orden de prelación, por detrás de los “*acreedores comunes*” y no siendo posible alegar un mejor rango de crédito por tener una garantía real otorgada a su favor.

Por consiguiente, debido a la evidente laguna legal que existe actualmente en la regulación, propongo la siguiente de lege ferenda:

“La existencia de una garantía real otorgada para garantizar el préstamo participativo, no altera la naturaleza del préstamo, ni afecta a su subordinación en caso de concurso de la entidad prestataria”.

1.5 EXTINCIÓN: LA RESTRICCIÓN A LA AMORTIZACIÓN ANTICIPADA.

El apartado 20.1.b del RDL 7/1996 reza que “*Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario solo 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 sus activos*”. Sin embargo, a la luz de esta redacción, resulta evidente que el régimen de amortización anticipada plantea ciertas lagunas legales que afectan al carácter estable y garantista que se le atribuye al préstamo participativo. Por ello, en este apartado analizaremos este apartado, con el fin de determinar el alcance y los requisitos para que se produzca dicha amortización.

En primer lugar, cabe preguntarse, ¿qué establece la normativa sobre la amortización anticipada por parte del prestatario? Este precepto reza que, en caso de que la amortización anticipada sea a instancia de la entidad prestataria, esta debe ir acompañada de un incremento simultáneo de los fondos propios del prestatario por la misma cuantía. De tal manera, la obligación de “*compensar*” únicamente tiene lugar

cuando es la entidad prestataria quien decide ejercer su facultad de amortizar anticipadamente y cuando la amortización anticipada es fruto de un acuerdo *ad hoc* entre ambas partes.⁶⁵ Si la amortización anticipada se realizara sin respetar la exigencia del artículo 20.1. b) RDL 7/1996, ésta sería nula (art. 6.3 CC). Es más, si esta amortización anticipada se hubiera producido en los dos años previos a la declaración de concurso, junto a la acción de nulidad (recogida en el artículo 71.6 LC), se podría ejercitar la acción rescisoria concursal (en virtud del artículo 71.2 LC). Pero, si el vencimiento del crédito participativo es anterior a la declaración de concurso la acción rescisoria concursal se debe fundamentar en el artículo 71.3. 1º o 71.4 LC. Estos casos fueron analizados por Colino Mediavilla y Hernán Carrillo.⁶⁶

Autores, como Fernando Marín de la Bárcena, alegan que esta obligación de aumento de fondos propios se debe a la necesidad de garantizar la permanencia del crédito participativo (como crédito subordinado) durante más tiempo que las demás deudas de la sociedad, ya que es gracias a este préstamo que la sociedad pudo haber evitado su disolución obligatoria por pérdidas, beneficiándose de la contabilización de estos préstamos como patrimonio neto.⁶⁷ Mientras que, por otro lado, hay autores, como Alexandre Kolb y Antonio Serrano, que defienden que la amortización del préstamo no conlleva un empeoramiento de la relación entre fondos propios y fondos ajenos de la entidad prestataria, pues éste tipo de préstamo sigue siendo deuda, es decir, un pasivo financiero y únicamente computa como fondos propios a dos efectos concretos.⁶⁸

Personalmente, me posiciono a favor de la segunda corriente pues, a pesar de que la norma actual busque proteger la estabilidad financiera de la entidad prestataria, la obligatoriedad de esta cláusula penalizadora puede llegar a ser desproporcionada y limitar la utilidad práctica de esta figura, especialmente si la amortización no afecta a la solvencia de la entidad prestataria. Por ejemplo, una propuesta legislativa consistiría en que, en lugar de establecer la obligatoriedad de imponer esta cláusula penalizadora y exigir un incremento de fondos propios, se debería recoger la obligación de dotar una reserva indisponible equivalente al importe amortizado. Una segunda alternativa podría ser la

⁶⁵ Cfr. Marín de la Bárcena, F., “Amortización anticipada de préstamos participativos”, Gómez Acebo & Pombo, 2022 [disponible en https://ga-p.com/wp-content/uploads/2022/05/Amortizacion_anticipada_prestamos-1.pdf; fecha de última consulta 7/02/2025].

⁶⁶ Cfr. Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

⁶⁷ Cfr. Marín de la Bárcena, F., *Op. Cit.*

⁶⁸ Cfr. Kolb A., y Serrano A., *Op. Cit.*

posibilidad de admitir la sustitución del préstamo participativo por otro de duración idéntica. No obstante, y en todo caso, si la amortización anticipada hace incurrir a la entidad prestataria en una causa de disolución o reducción obligatoria, sí que debería realizarse un reequilibrio patrimonial aumentando el capital social. Además, y en relación con el ámbito de las fusiones y adquisiciones, las partes también podrían pactar una cláusula “*make whole*”, habitual en operaciones de financiación. Esta cláusula tiene por objeto proteger a la entidad prestamista frente al riesgo de amortización anticipada del préstamo, asegurándole el cobro de una cantidad equivalente a los intereses (tanto variables como fijos) que habría percibido hasta el vencimiento originalmente pactado. Si bien esta cláusula no elimina los requisitos del artículo 20 del RDL 7/1996 para proceder a la amortización anticipada, sí evita la necesidad de incorporar una cláusula penalizadora.

En segundo lugar, procede preguntarse, ¿regula la normativa la amortización anticipada por parte del prestamista? En respuesta a esta pregunta, observamos como dicho precepto no menciona expresamente una posible amortización anticipada a instancia del prestamista, lo cual nos lleva a entender que no existen requisitos específicos en este caso, pues, *a sensu contrario*, ello conllevaría una aplicación extensiva de una restricción al principio de autonomía de la voluntad de las partes.⁶⁹ No obstante, Pala Laguna ha encontrado una posible laguna legal, pues defiende que es posible establecer préstamos participativos con duración indefinida, permitiendo así a ambas partes rescindir el contrato en cualquier momento. Esta posibilidad nos hace plantearnos cómo se relaciona esta capacidad de resolución con las restricciones legales existentes para la amortización anticipada. Desde la perspectiva de Palá Laguna, interpretando el referido precepto de forma literal y teniendo en cuenta que la *ratio legis* de la norma consiste en no debilitar la garantía patrimonial del prestatario, podemos concluir que si no se ha establecido un plazo determinado, la terminación del contrato por parte del prestamista no se consideraría una amortización anticipada y, por lo tanto, no estaría sujeta a dicha amortización.⁷⁰ Por otro lado, autores como Luis Colino Mediavilla y Víctor Hernán Carillo, defienden que respecto al plazo de amortización, aunque no se establece expresamente la exigencia de un plazo de amortización, es evidente que su fijación es un elemento esencial de dicha figura. Alegan que la regulación de la amortización anticipada

⁶⁹ Cfr. Kolb A., y Serrano A., *Op. Cit.*, así como Marín de la Bárcena, F., *Op. Cit.*

⁷⁰ Cfr. Palá Laguna, E., *Op. Cit.*

por el prestatario presupone la existencia de un plazo que pueda anticiparse y, por consiguiente, concluyen que dicho precepto no admite una duración indefinida.

En síntesis, aplicando la opinión de la doctrina, estimo que, en relación a la amortización anticipada y el precepto 20.1.b RDL 7/1996, una posible nueva redacción del artículo que recoja todas las *lege ferenda* que he mencionado en este apartado, sería:

“La amortización anticipada del préstamo participativo sólo podrá efectuarse si se cumple alguno de los siguientes requisitos: (i) la entidad prestataria compensa la amortización con un incremento de los fondos propios de igual cuantía, siempre que éste no provenga de la actualización de activos, (ii) ambas partes acuerden que la compensación se realice mediante otro préstamo de igual cuantía y que cumpla las características recogidas en el presente artículo.”

Finalmente, antes de dar por concluido el presente capítulo y a fin de recopilar todas las propuestas legislativas sugeridas, se incorpora como **Anexo III** una nueva propuesta de regulación de los préstamos participativos, integrando las mejoras identificadas y solucionando las lagunas legales detectadas en su regulación actual. Para su regulación fiscal, dado que excede el ámbito de estudio de este trabajo, habrá de atenderse a lo establecido en la Ley de Impuesto de Sociedades.

CAPÍTULO 2. APLICACIÓN PRÁCTICA DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS O LOS PPLs (PROFIT PARTICIPATING LOANS) AL M&A.

2.1 DISTRESS M&A: CASO PRÁCTICO. EL PPL COMO MEDIO DE PAGO APLAZADO EN LA COMPRAVENTA DE UNA SOCIEDAD EN DISRESS.

2.1.1. Estructura de la operación de compraventa.

Durante los años de la reciente crisis económica global, la cual afectó a España especialmente durante, aproximadamente, los años 2008 a 2014, los inversores aprovecharon para introducir nuevos instrumentos y fórmulas de inversión. Entre estas fórmulas de inversión internacionales, se multiplicó la inversión *distress*,⁷¹ caracterizada por aquellas operaciones de compraventa de sociedades en dificultades financieras. Sin embargo, estas transacciones presentan retos significativos, como la necesidad de diseñar estructuras de financiación que mitiguen los riesgos de la operación tanto para el comprador como para el vendedor. En este contexto, los PPL pueden ser una solución novedosa que mitiga los problemas asociados a los instrumentos tradicionales de financiación y permite a los deudores en dificultades financieras acceder a financiación ajena sin tener que acudir a nuevas aportaciones de capital, así como sanear su situación financiera evitando incurrir en las causas legales de disolución recogidas en la legislación mercantil.⁷²

Los principales riesgos asociados habitualmente a una operación de distress son los siguientes. Por su lado, la parte compradora suele enfrentarse a la incertidumbre sobre la estabilidad y rendimiento futuro de la sociedad que se adquiere (en adelante, “sociedad target”) y, por otro lado, la parte vendedora quiere vender su compañía participada, pero sin tener que reducir, significativamente, el precio de adquisición, así como asegurar el cobro íntegro de este derecho de crédito.

⁷¹ Cfr. Fernández Cortijo, P., “Operación distress de private equity: toma de control en una sociedad española vía uk scheme of arrangement y salida del capital mediante compraventa con seguro de manifestaciones y garantías contratado por el comprador, con exposición de los managers”, en Sebastián, R. (coord.), *2018 Práctica Mercantil para abogados*, Wolters Kluwer, Madrid, 2018, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

⁷² Cfr. Buil Andana, I., *Op. Cit.*

A continuación, se expondrá un caso práctico que evidencia cómo el uso de un PPL mitiga estos riesgos y desemboca en una operación de distress M&A con menos incertidumbres. En esta operación se condicionará el pago del precio de la sociedad target a la evolución de la actividad económica de esa sociedad adquirida. En concreto, se trata de un leveraged buyout (LBO) con financiación externa (mediante la creación de una nueva sociedad que actúa como adquiriente) y la concesión de un PPL por la parte vendedora a la parte adquiriente.

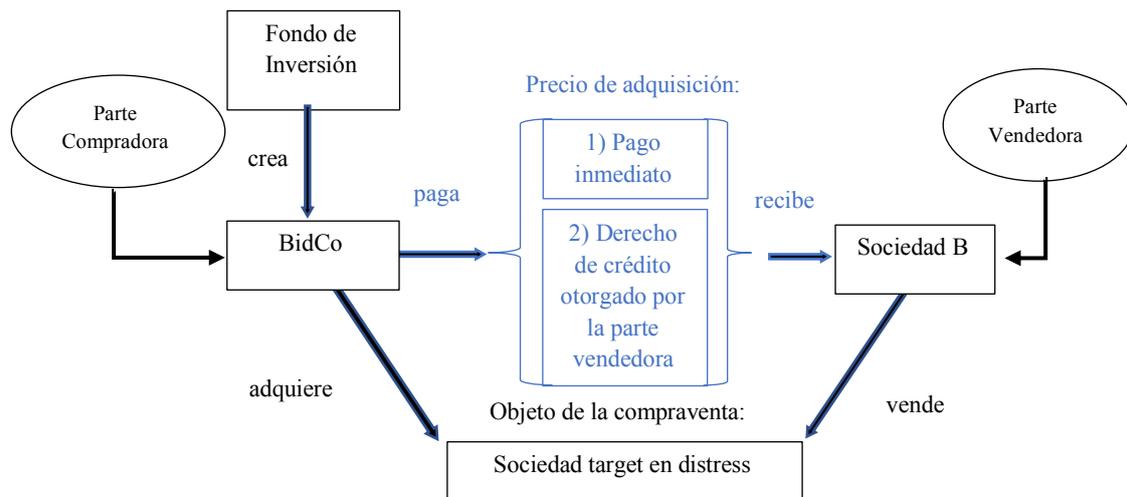
Por consiguiente, estamos ante LBO, donde una sociedad de propósito específico (en adelante, una “SPV”) de reciente creación (la cual denominaré “BidCo”) es creada por un fondo de inversión (también denominado promotor o *sponsor*), para adquirir la totalidad de las acciones o participaciones de una sociedad en distress (es decir, la sociedad target). BidCo es una SPV creada a los únicos efectos de esta operación de compraventa de la sociedad y, por lo tanto, no tiene más activos a parte de la adquisición de esta sociedad. La SPV va a adquirir el 100% de las participaciones/acciones (dependiendo de si es una Sociedad Limitada o Sociedad Anónima) de la sociedad target y se va a apalancar financieramente a efectos de incrementar la rentabilidad de la inversión. Esta sociedad target, antes de la operación de la compraventa, está íntegramente participada por la sociedad A, es decir, la parte vendedora.

Por consiguiente, la estructura de la compraventa es la siguiente: BidCo será la parte compradora, la sociedad A será la parte vendedora y la sociedad target será el objeto de la compraventa. El precio de esta adquisición se va a estructurar en dos tramos: un tramo siendo el pago inmediato al cierre de la operación, y el segundo tramo siendo la constitución de un derecho de crédito a favor de la parte vendedora, es decir, un pago aplazado del precio. Respecto al pago inmediato, BidCo financiará el precio con un alto volumen de deuda y con capital aportado por el sponsor. Además, como inciso relevante, cabe destacar que un aspecto fundamental en este tipo de financiaciones consiste en que las sociedades financiadoras no pueden recurrir al sponsor para el pago, ya que la única fuente de ingresos proviene de los generados por la sociedad target (y sus posibles filiales).⁷³

⁷³ Cfr. Álvarez Couso, I., “Aspectos novedosos en la financiación de un LBO Español”, La Ley, n. 5595, 2021, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

A fin de visualizar el caso práctico, a continuación, se incluye un esquema de la operación de compraventa, resaltando en color azul el método de pago del precio por la adquisición de la sociedad target.

Gráfico 1. Compraventa de la sociedad target con un precio de adquisición estructurado en dos partes.



Fuente: Elaboración propia.

El derecho de crédito que otorga la parte vendedora a la parte compradora se puede formular de diversas maneras, siendo habitual configurarlos como vendor-loan. No obstante, el principal problema subyacente cuando la parte vendedora otorga un vendor loan es que, en caso de que la sociedad target no logre mejorar su actividad y obtener beneficios, una vez la sociedad target sea adquirida por BidCo, la sociedad target no podrá distribuir dividendos a BidCo, y dado que BidCo, no tiene más activos en su balance que el hecho de ser el socio único de la sociedad target, no recibirá ningún dividendo de la sociedad target. Estamos ante un caso en el cual la devolución de los préstamos necesarios para la financiación de la adquisición se realizará con cargo a los ingresos obtenidos por la propia sociedad target y distribuidos a BidCo. La falta de recepción de dividendos por parte de BidCo se traducirá, por lo tanto, en una falta de ingresos para BidCo y, por consiguiente, en la dificultad de repagar el segundo tramo del precio a la parte vendedora. Esto se debe a que, al haber sido constituida como una SPV y no tener más activos en su

balance que el objeto de compraventa de esta operación, no tiene otras vías de ingreso distintas de los dividendos de la sociedad target. Es más, si BidCo continúa endeudándose y su patrimonio neto se redujera hasta la mitad de su capital, se vería inmerso en una causa de disolución obligatoria (art. 363.1.e) LSC), lo cual, únicamente se podría solventar aumentando capital social o reduciéndolo.

Por consiguiente, ¿cómo se puede estructurar el pago del precio de la sociedad target evitando que un mal desempeño inicial de la actividad de la sociedad adquirida resulte en que la parte compradora entre en causa de disolución o implique una obligación de que aumente o reduzca su capital social?

2.1.2. Regulación como PPL del vendor loan.

La respuesta a la pregunta del apartado anterior la proporciona el empleo, como método aplazado de pago, de un vendor-loan con carácter participativo. En otras palabras, que las pérdidas que experimente la sociedad target las “cure” o soporte un PPL.

Si en lugar de otorgar un vendor-loan “simple”, la parte vendedora otorgara un vendor loan con carácter participativo a la parte vendedora, la probabilidad de que BidCo entre en causa de disolución se reduciría y, además, este PPL tendrá un interés variable dependiente de la evolución económica de BidCo, por lo que un mal desempeño de la sociedad target significaría un menor precio pagado por su adquisición.

A fin de exponer una comparativa entre un vendor loan sin carácter participativo y un vendor loan con carácter participativo (ambos siendo válidos métodos de pago aplazado) y evidenciar cómo el otorgamiento de un vendor-loan participativo es más ventajoso para operaciones en *distress*, a continuación, se incluye una breve definición del vendor loan. Esta figura de financiación es un préstamo concedido por el vendedor al comprador para financiar parte del precio de adquisición de una entidad y se viene utilizando frecuentemente en operaciones de private equity. Sus principales características son: (i) cláusulas comunes a los contratos de préstamos, (ii) alta remuneración (incluso pudiendo prever el pago en especie, lo cual se denomina payment-in-kind o PIK), (iii) una duración del préstamo vinculada a la inversión (su plazo suele coincidir con el periodo estimado de duración de inversión, en general, siendo este entre

5 y 7 años en operaciones de private equity), (iv) carácter subordinado (teniendo preferencia únicamente sobre los préstamos de los accionistas y el capital), y (v) ausencia de garantías, es decir, no se otorgan fianzas ni derechos reales de garantías.⁷⁴ No obstante, como se ha mencionado *ut supra*, el uso de un vendor loan “simple”, sin carácter participativo, en esta concreta situación (donde la sociedad objeto de compraventa no mejora su situación financiera y no puede repartir dividendos a su socio) resultaría en la disolución de la parte compradora.

Un vendor loan con carácter participativo puede evitar dicho problema y esto se debe, en especial, a las características esenciales de todo préstamo participativo analizadas en el apartado 1.2 del presente trabajo. En este sentido, la regulación de un vendor loan como un PPL implica que este préstamo puede vincularse a los resultados de la actividad de la entidad adquirida, adoptando características similares a un earn-out. Además, la posibilidad de computar como patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y disolución obligatoria de la sociedad, hacen que esta figura se ajuste mejor al engranaje jurídico y financiero de las operaciones de Distressed M&A.

El rol estratégico que juega este PPL consiste en que, ante un mal desempeño de la sociedad adquirida y a pesar de que esta no reparta dividendos a BidCo, ello no causará que la parte compradora incurra en una causa de disolución. Es más, el hecho de que se haya configurado el método de pago aplazado como un PPL no solamente implica la posibilidad de evitar que BidCo entre en causa de disolución, sino también conlleva que la parte compradora pague un menor precio de adquisición por la sociedad de target. Por su lado, para la parte vendedora, como el tiempo es oro (pues cada día que pase hay más posibilidades de un mayor deterioro de la sociedad target y, por lo tanto, una mayor pérdida de su valor y capacidad de negociación),⁷⁵ otorgar un PPL le permitiría acelerar el proceso de venta y tener certeza que, con ese método de pago, el adquirente le pagará el precio correspondiente.

En el caso planteado en el Gráfico 1, el uso de un vendor loan “simple” como método de pago aplazado y el hecho de que la sociedad target no consigue equilibrar su

⁷⁴ Cfr. Tortuero Ortiz, J., “El contrato de compraventa de acciones. The shares sale and purchase agreement” en Jordano, M. (coord.), Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, LA LEY, Madrid, 2016, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

⁷⁵ Cfr. Echánove Orbea, J., “M&A de empresas en distress; Particularidades y experiencias recientes”, La Ley, n. 2772, 2013, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

patrimonio y continúe con pérdidas, conlleva que esta no pueda repartir dividendos a su nuevo accionista, es decir, a la parte compradora (pues recordemos el límite al reparto de dividendos recogido en el artículo 273 LSC⁷⁶) y, en consecuencia, los ingresos de BidCo no aumentarán y su nivel de endeudamiento seguirá siendo el mismo o incluso aumentará.

No obstante, si se introduce la figura del PPL como método de pago aplazado, hay dos evidentes ventajas para BidCo. En primer lugar, dado que el PPL tiene un interés variable indexado a la evolución económica de la parte compradora y los ingresos de la parte compradora dependen exclusivamente de los dividendos que reparta la sociedad target, si BidCo recibe escasos (o nulos) ingresos de su único activo (es decir, la sociedad target) los intereses variables del PPL serán mínimos o inexistentes. En consecuencia, pagará menos por el precio de adquisición de la sociedad target.

Además, en segundo lugar, también evitaría que, en caso de que la sociedad target no mejorase su actual desequilibrio patrimonial y no pudiera repartir dividendos, BidCo entrara en causa de disolución legal. Esto se debe a una de las principales características de los PPL consiste en que los PPL computan como patrimonio neto a los efectos de disolución de la sociedad (art 363.1.e) LSC) y reducción obligatoria de capital social (art. 327 LSC), conforme indica el artículo 20.1 RDL 7/1996. De tal manera que, si BidCo se endeudara tanto que su patrimonio neto quedara reducido a la mitad de su capital social, el PPL concedido por la parte vendedora a BidCo (como medio de pago de precio aplazado) en lugar de computar como pasivo financiero (como ocurriría si hubiera recibido un vendor loan “simple”), computará como patrimonio neto. Así pues, para su ventaja, este préstamo aumentará sus fondos propios y enervará la causa de disolución obligatoria. El PPL, al contrario que el vendor loan, no computará como pasivo a efectos de disolución de la sociedad.

Es más, en caso de que la parte compradora prevea que la sociedad target va a continuar obteniendo pérdidas en el corto plazo, pero beneficios a largo plazo, podrá formular el PPL en formato “Payment in Kind” (P.I.K). Este préstamo permitirá aplazar

⁷⁶ Artículo 273 apartado 2 de la LSC: *“Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.*

Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra de capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas”.

el pago de los intereses variables hasta la fecha de vencimiento del préstamo. De tal manera, los intereses variables se irán devengando y capitalizando sobre el principal, lo cual supone una ventaja para la parte compradora, debido a que el PPL irá aumentando cada año y, por lo tanto, aumenta el importe el cual será considerado como patrimonio neto a efectos de reducción de capital social y disolución obligatoria de la sociedad. No obstante, también hay una desventaja consistente en un mayor repago del préstamo. Las ventajas para la parte vendedora son evidentes, pues implica un mayor, aunque aplazado, pago del préstamo.

Respecto a su tratamiento fiscal, si BidCo y la Sociedad B pertenecen al mismo grupo de sociedades (según el art 42 CCo), los intereses que BidCo pague a la Sociedad B por el PPL no serán deducibles fiscalmente (en aplicación del art 15 LIS). Esto se debe a que el PPL, en este contexto, a efectos fiscales, es tratado como una retribución de fondos propios y no como gasto financiero. Además, los intereses tampoco serán deducibles fiscalmente si la operación entre BidCo y la Sociedad B se considera operación vinculada (conforme al art 18 LIS) y si, adicionalmente, la Sociedad B es residente en un país donde el PPL reciba la calificación fiscal de fondos propios en lugar de deuda. Esto se debe a que, en aplicación del artículo 15 bis LIS, si en el país de residencia de la Sociedad B los intereses derivados del PPL *“no generen un ingreso [gravado], generen un ingreso exento o sujeto a una reducción del tipo impositivo o a cualquier deducción o devolución de impuestos distinta de una deducción para evitar la doble imposición jurídica”*, entonces España impide la deducibilidad fiscal de estos intereses, para evitar desajustes fiscales y posibles estrategias de planificación fiscal.

Finalmente, traer a colación que, esta infraestructura de emplear un préstamo con forma participativa para evitar una causa de disolución, también se puede dar en *“debt-to-equity deals”*. Por lo que, al igual que puede servir como método alternativo a un vendor loan, en una operación de distress M&A, puede ser de utilidad para una financiación a una compañía en una situación financiera difícil. Ello evidencia su posible empleo, no solamente en una operación de adquisición de sociedades, sino también en una operación de financiación.

2.1.2. La financiación: asistencia financiera prohibida y PPL repagado con cargo a dividendos.

No obstante, antes de dar por concluido este caso práctico, debemos tener en cuenta un aspecto de extrema relevancia: las restricciones derivadas de la prohibición de asistencia financiera, recogida en el artículo 150 LSC (para S.A.) y art 143 LSC (para S.L). A continuación, como ejemplo, reproduzco la literalidad del artículo 150 LSC:

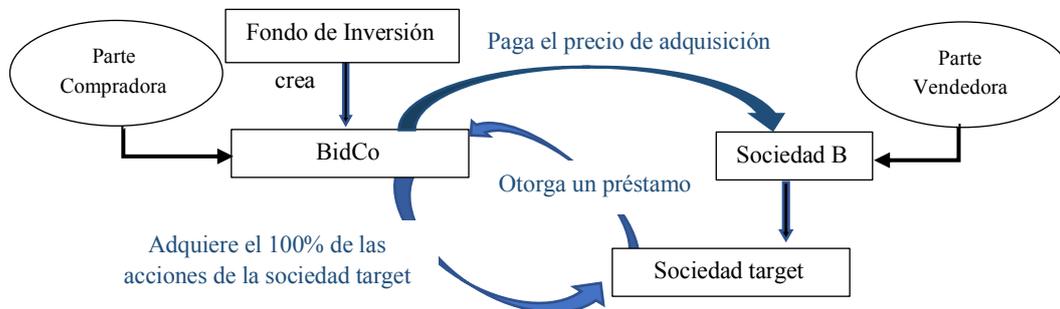
“1. La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero”.

De tal manera, aunque excede el ámbito de estudio de este trabajo, es esencial puntualizar que la financiación de la adquisición debe estar sujeta a ciertas restricciones. De tal manera, la sociedad target no podrá otorgar un préstamo a BidCo (para que BidCo pague el PPL a la parte vendedora). Tampoco, la sociedad target podrá ni otorgar garantías reales o personales sobre sus activos (ni por sus sociedades filiales o cualesquiera otras sociedades de su grupo que sean S.L).⁷⁷ Esto se debe ambas acciones implican conceder fondos a BidCo para financiar la adquisición de sus propias acciones. En ambos de estos supuestos, se estaría incurriendo en supuesto asistencia financiera prohibido en el artículo 150.1 LSC. Por ello, debo resaltar que, para asegurar el éxito del empleo de un PPL en la referida operación de Distressed M&A, la sociedad target deberá trasladar dinero a la parte compradora en forma de dividendos y que este dinero sea el empleado para que BidCo repague el PPL que le concedió la parte vendedora para financiar la adquisición de la sociedad target. Esto se debe a que el reparto de los dividendos no supone un supuesto de asistencia financiera prohibida.

A continuación, se ilustra, a través de tres gráficos, la referida operación introduciendo las variantes de asistencia financiera ilegal y aquel supuesto a través del cual no se incurre en asistencia financiera. Los dos primeros gráficos reflejan los supuestos en los que se incurre en una asistencia financiera prohibida y el último refleja una asistencia financiera permitida.

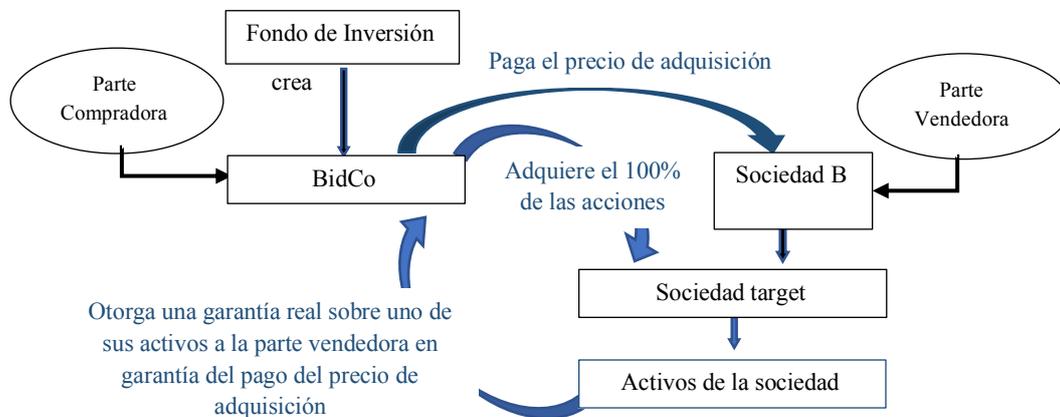
⁷⁷ Cfr. Echánove Orbea, J., “M&A de empresas en distress; Particularidades y experiencias recientes”, La Ley, n. 2772, 2013, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Gráfico 2. Compraventa de la sociedad target con un PPL incurriendo en un supuesto asistencia financiera prohibida.



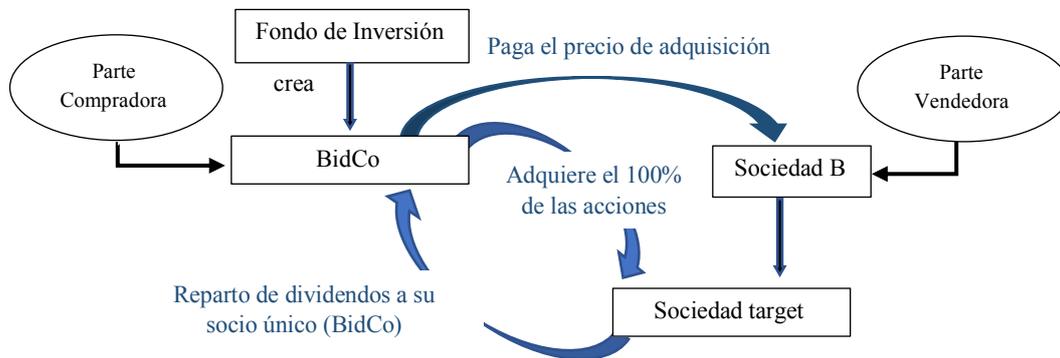
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3. Compraventa de la sociedad target con un PPL incurriendo en otro supuesto asistencia financiera prohibida.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 4. Compraventa de la sociedad target con un PPL repagado con cargo a dividendos permitido.



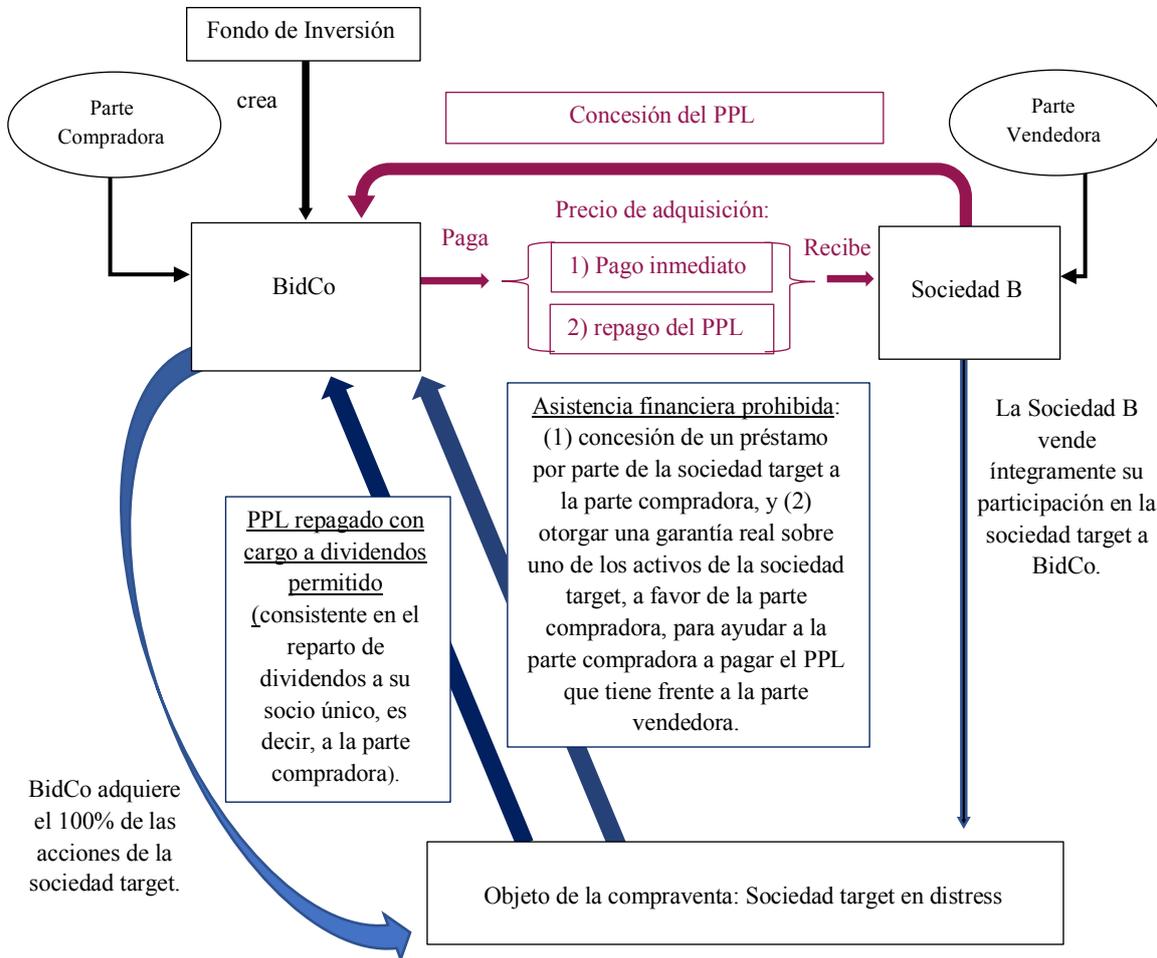
Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, para asegurar el éxito del empleo estratégico de los préstamos participativos en una operación de distress M&A, la sociedad cuyas acciones se están comprando no debe otorgar ni un préstamo ni garantías reales a la sociedad que está adquiriendo sus acciones.

Si no se incurre en prohibición de asistencia financiera, el éxito de los PPL en operaciones de distress M&A se debe a que es un instrumento financiero versátil que puede sustituir el tradicional mecanismo de aplazamiento del precio, con la ventaja, además, de la formalización de un contrato de préstamo independiente, el cual permite definir y regular de manera más detallada los términos de la operación Distressed y las condiciones de la financiación otorgada a la parte compradora. Como ha quedado evidenciado, este uso del PPL se aplica, especialmente, cuando la sociedad target está en distress, pues de lo contrario, la parte compradora obtendría dividendos de la sociedad adquirida que le permitiera pagar el préstamo que le otorgó la parte vendedora para financiar la operación de la compraventa.

A fin de sintetizar la operación en su conjunto, incluyendo aquellas advertencias de asistencia financiera, se incluye como **Gráfico 6** el esquema íntegro de la operación. Se ilustra en color granate el empleo de un PPLL como método de precio aplazado del pago y en color azul aquellos supuestos de asistencia financiera y el supuesto del PPL repagado con cargo a dividendos permitido, desembocando todo ello en una íntegra operación de distress M&A.

Gráfico 5. Operación de compraventa de una sociedad en distress usando un PPL, como medio aplazado del precio, e incluyendo aquellas situaciones en las que se incurre en asistencia financiera y aquellas en las que no.



Fuente: Elaboración propia.

2.2 EMPRESAS EN CAUSA DE REDUCCIÓN DE CAPITAL O DISOLUCIÓN OBLIGATORIA. ROL DE LOS PPL PARA REACTIVAR LA SOCIEDAD. ALTERNATIVA AL DEBT-TO-EQUITY.

La *ratio legis* de los PPL consiste en la posibilidad de contar con un instrumento flexible de financiación que permita a las sociedades afrontar situaciones de desequilibrios patrimoniales. Este tipo de escenarios suele darse en compañías de nueva

creación, compañías que empiezan nuevas actividades o aquellas que atraviesan tales pérdidas patrimoniales que su estructura patrimonial no les permite absorber dichas pérdidas sin acudir a financiación externa o interna (como la aportación de fondos por los socios o los recursos propios no distribuidos generados en ejercicios anteriores).⁷⁸ En este marco, es interesante analizar la posibilidad de que la conversión de deuda senior a un préstamo participativo permita reactivar una sociedad que ya ha sido disuelta.

Un caso paradigmático que ilustra la utilidad de los préstamos participativos en sociedades en *distress* para reactivar con éxito una sociedad en crisis patrimonial, es el caso de una sociedad del sector de energías renovables, llevado a cabo por Ignacio Hornedo y Patricia Figueroa, recogido en el Manual “*2016 Práctica Mercantil para abogados: los casos más relevantes en 2015 de los grandes despachos*”.⁷⁹ En este caso, durante los años anteriores a 2015, la sociedad sufría pérdidas significativas por la depreciación de activos (debido a cambios regulatorios en la remuneración por generación de energía renovable), lo que causó que tuviera un desequilibrio patrimonial y, por lo tanto, en una causa de disolución legal contemplada en el artículo 363.3.1.e) de la LCS. Este precepto dicta que la sociedad de capital deberá disolverse cuando:

“e) Por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso.”

No obstante, hasta el año 2015, la sociedad pudo evitar la disolución gracias al Real Decreto-Ley 10/2008 pues excluía ciertas pérdidas por deterioro del cómputo patrimonial. Sin embargo, en el año 2015 cesó la vigencia de este Real Decreto y, con ello, la sociedad se enfrentó a una inminente causa de disolución y quedó expuesta a un riesgo de liquidación. El 28 de febrero de 2015 los administradores reconocieron una posible causa de disolución y el 31 de marzo de 2015, tras la revisión de las cuentas anuales, confirmaron su existencia. Para salir de esa causa de disolución, durante los años 2014 y 2015, la sociedad estuvo negociando con sus acreedores financieros la reestructuración de su deuda, incluyendo la posibilidad de convertir su deuda senior en préstamos participativos, para así reequilibrar su patrimonio contable. Otras alternativas

⁷⁸ Cfr. Tejada, R., “Implicaciones fiscales y mercantiles de los préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n.209, 2004, pp. 71-73.

⁷⁹ Cfr. Hornedo, I. y Figueroa, P., *Op. Cit.* p.31.

planteadas fueron la reducción de capital y/o aportación de capital, pero la reducción de capital al mínimo legal no era suficiente para eliminar la causa de disolución y los accionistas descartaron aportar nuevos fondos debido al alto riesgo financiero. En julio 2015, ante la falta de un acuerdo con los acreedores, el 24 de julio de 2015, la Junta General acordó la disolución de la sociedad y el inicio del proceso de liquidación. Sin embargo, se acordó ordenar a los liquidadores que continuaran las negociaciones para salvar a la sociedad.⁸⁰

Finalmente, el 30 de septiembre de 2015, la sociedad alcanzó un acuerdo de refinanciación, incluyendo la conversión de su deuda senior en préstamos participativos. Esta conversión se estructuró a través de un contrato de novación, el cual requirió el consentimiento del deudor y el acreedor, y por el cual se convirtió en préstamo participativo aquellos tramos de la deuda senior que permitían que el patrimonio neto fuera superior a la mitad del capital social. Ergo, no fue necesaria la conversión de toda la deuda en su integridad de un acreedor, sino únicamente aquellos tramos que hicieran posible que el patrimonio neto superara la mitad del capital social.⁸¹

El 9 de octubre de 2015 se cumplieron las condiciones del acuerdo, resolviendo la causa de disolución con efecto retroactivo al 30 de septiembre. Una de estas condiciones fue supeditar la conversión de la deuda senior a deuda participativa a la inscripción en el Registro Mercantil del acuerdo de refinanciación. Esta conversión enervó la causa de disolución de la sociedad y permitió su reactivación, puesto que los préstamos participativos computan como patrimonio neto a efectos de disolución de sociedad y obligación de reducción de capital, tal y como se ha puesto de manifiesto en el análisis realizado *ut supra* (art 20.d RDL 7/1996).⁸²

Además, procede destacar que préstamos participativos son un instrumento de financiación que puede usarse para reequilibrar el patrimonio de una sociedad en crisis. En palabras de Colino Mediavilla, “*las normas sobre créditos participativos entran en juego siempre que se origine un crédito al que se atribuyan los elementos necesarios para la subsunción en el tipo, con independencia de si nace de un préstamo [...] o,*

⁸⁰ Cfr. Hornedo, I. y Figueroa, P., *Op. Cit.* p.32.

⁸¹ *Ibid.* p.34.

⁸² *Id.*

*también, de la conversión de un crédito preexistente, lo que es especialmente útil en los procesos de reestructuración financiera”.*⁸³

En su virtud, en noviembre de 2015, los liquidadores, tras cumplirse los requisitos del artículo 370 LSC, presentaron un informe a la Junta de Accionistas justificando la reactivación de la sociedad, y la Junta acordó la reactivación. Atendiendo a la literalidad de este precepto, la junta general podrá acordar la reactivación de una sociedad disuelta:

*“siempre que haya desaparecido la causa de disolución, el patrimonio contable no sea inferior al capital social y no haya comenzado el pago de la cuota de liquidación a los socios. No podrá adoptarse la reactivación en los casos de disolución de pleno derecho”.*⁸⁴

Por consiguiente, dado que se cumplieron los requisitos de este artículo, se publicó el acuerdo de refinanciación y, al no haber oposición de los acreedores, la sociedad retomó su actividad con plena eficacia desde la fecha del acuerdo.⁸⁵

Una duda que podría surgirnos consiste en ¿por qué aceptaría un acreedor de la sociedad convertir su deuda senior en deuda participativa? Para responder a esta pregunta, debemos atender al Anejo 9 de la Circular 4/2017,⁸⁶ que señala cómo un gran porcentaje de los acreedores de una sociedad son los bancos y estos tienen la obligación de computar como pérdidas, en caso de que la sociedad entre en causa de disolución o haya algún impago de las cuotas del préstamo, el importe total del préstamo, no únicamente el importe impagado. En consecuencia, estos acreedores estaban dispuestos a aceptar el nuevo carácter subordinado de su deuda a cambio de evitar que la sociedad incurra en causa de disolución y así no tener que computar como pérdida el importe total de su préstamo.

Este uso correctivo de los PPL, a través de la conversión de deuda senior y aplicando el artículo 370.1 LSC, evidencia la capacidad de los PPL de estabilizar

⁸³ Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

⁸⁴ Artículo 370 LSC.

⁸⁵ Hornedo, I. y Figueroa, P., *Op. Cit.* p.34.

⁸⁶ La Circular 4/2017 del Banco de España, en su Anejo 9, obliga a los bancos a considerar como riesgo dudoso aquellos préstamos donde haya impagos o dudas razonables sobre su recuperación, incluso si no hay cuotas vencidas. En estos casos, deben provisionar pérdidas que pueden alcanzar el 100% del crédito, no solo la parte impagada, si se considera que la deuda es irrecuperable. Esto ocurre en situaciones como el impago continuado o la disolución de la sociedad deudora.

financieramente a sociedades en distress, evitando su liquidación. Además, en el ámbito del derecho concursal, en los casos de aprobación de convenios de acreedores que son los que permiten la continuidad de la actividad empresarial, la conversión de créditos concursales en créditos participativos presenta significativas ventajas. En primer lugar, es un proceso menos complejo que la conversión de créditos en capital (es decir, del *debt-equity swap*, como, por ejemplo, en acciones y participaciones sin voto, o en acciones rescatables), ya que la conversión se produce automáticamente tras la aprobación del convenio en junta de acreedores, sin necesidad de convocar a la junta para que exprese la voluntad de la sociedad., si bien es cierto que la propuesta de convenio de acreedores que se presenta a la junta de acreedores pasa previamente por la aprobación de la junta de socios de la concursada. Otra ventaja relevante es que la conversión en PPL no altera la estructura de poder de la sociedad, manteniendo intactos los derechos económicos y políticos de las sociedades actuales. Asimismo, para los acreedores, esta opción es más atractiva y conlleva un menor riesgo que la solución de convertirse en socios, ya que permanecen en su rol de acreedores, sin involucrarse en el gobierno de la sociedad a través de sus órganos representativos. Como contrapartida, una desventaja para los acreedores que no se conviertan en socios consistirá en que no podrán ostentar ni derechos políticos ni participarían en el potencial beneficio financiero que podría derivarse de ser titular de una acción o participación en esa sociedad, especialmente si la sociedad marcha bien y se recupera con éxito.⁸⁷

En síntesis, con la exposición detallada de este caso, se evidencia el potencial que tiene un instrumento híbrido de financiación de “*curar*” o solventar la causa legal de disolución que puede atravesar una entidad mercantil y, al mismo tiempo, acredita cómo el préstamo participativo no solamente desempeña un rol estratégico en una operación de compraventa de sociedades, sino también en el seno de la financiación, aspecto de vital relevancia para llevar a cabo posteriormente con éxito una operación de M&A.

⁸⁷ Hornedo, I. y Figueroa, P., *Op. Cit.* pp. 37-40. Así como Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., *Op. Cit.*

2.3 FORMAS DE ACABAR CON LA DEUDA PARTICIPATIVA.

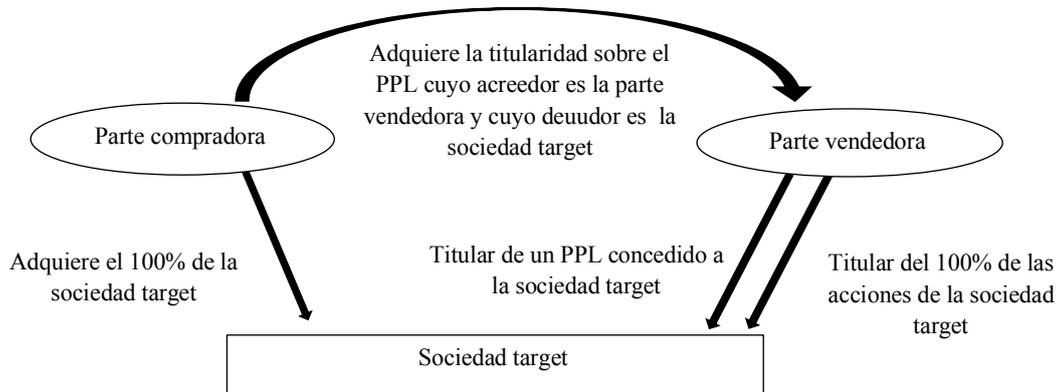
El objetivo de este epígrafe es investigar qué sucede cuando, o bien el comprador, o bien el vendedor, no tienen la intención de mantener vivo un PPL que ha sido otorgado por el vendedor a la sociedad target, a la fecha de esta operación, y lo que quieren es cancelarlo.

Dentro de una operación de M&A, en el supuesto de que la parte vendedora quisiera vender a la parte compradora una sociedad target de la cual es único socio y, además, acreedora de un PPL cuyo deudor es la sociedad target, es frecuente que la parte vendedora quiera cancelar o eliminar la deuda que tiene con la sociedad target antes o después de perder su condición como socio único de esta sociedad. También es frecuente que se la parte compradora quien no quiera que la parte vendedora siga teniendo un PPL frente a la sociedad que va a adquirir. A la vista de esta situación, en este apartado se analizará como cancelar una deuda participativa que tiene la parte vendedora con la sociedad target (de la cual es propietaria, antes de la operación de compraventa), por ostentar una posición de acreedor participativo.

En primer lugar, una posible primera solución es la subrogación, es decir, la parte compradora compra la posición acreedora de la parte vendedora frente al pago de la deuda participativa. La cesión de créditos está regulada en sede de compraventa (artículos 1526 y ss del CC) y consiste en un negocio jurídico ex voluntate e intervivos, que permite al antiguo acreedor (el cedente) transferir un crédito a un tercero y (el cesionario) quien se subrogará en la posición jurídica del antiguo acreedor, ergo, asumiendo sus derechos y obligaciones).⁸⁸ Pues, tal y como reza el artículo 1112 CC, todos los créditos son transmisibles, salvo pacto en contrario. El deudor (en este caso, la sociedad target) no interviene en la cesión ni puede oponerse a ella, salvo pactos específicos como la cláusula *non cedendo* y la obligación únicamente quedará cumplida cuando pague al nuevo acreedor (al cesionario). A continuación se adjunta un esquema de dicha operación.

⁸⁸ Pantaleón Prieto, A. Fernando, “Cesión de Créditos”, *Anuario de Derecho Civil*, vol. 41, n. 4, 1998, p.1034, citado por Mínguez Prieto, R., y Buil Aldana, I., “Restricción crediticia, sistema financiero ‘en la sombra’ y mercado Distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos”, *Revista de derecho del mercado de valores*, n.14, 2014, s.p. [versión electrónica – base de datos LegalTeca; fecha de la última consulta: 10/01/2025].

Gráfico 6. Cesión de un PPL que tiene la parte vendedora a la parte compradora y cuyo deudor es la sociedad target que va a ser objeto de la compraventa.



Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, en relación con la posibilidad de otorgar un PPL con garantía real, (analizada en el apartado 1.4.2 de este trabajo), si la deuda participativa estuviera garantizada con una garantía real, dicha cesión del crédito presentaría un matiz relevante. Así, el artículo 1528 CC establece que “*la venta de un derecho de un derecho de crédito comprende la de todos los derechos accesorios, como la fianza, hipoteca, prenda o privilegio*”. Por lo que este precepto, al poner de manifiesto el carácter accesorio de las garantías en el derecho español, nos recuerda que si la sociedad vendedora (y acreedora del préstamo participativo) cede su crédito, deberá ceder tanto el crédito participativo como el derecho real que lo garantiza.⁸⁹ Además, este principio de accesoriedad de la garantía respalda la teoría expuesta anteriormente en este trabajo sobre la primacía del carácter subordinado del crédito partitivo (a pesar de contar con una garantía real). Como alternativa, si la sociedad acreedora del PPL no quisiera transferir la garantía real vinculada al PPL, podría optar por extinguir o renunciar al derecho real.

Otro matiz relevante respecto a un PPL con garantía real, a la hora de ceder la deuda participativa, consiste en que, si la garantía real es una hipoteca, la cesión no tendrá efecto frente a terceros hasta la fecha de inscripción en el Registro (artículo 1878 CC y art 1526 CC).⁹⁰ En cambio, si la deuda participativo no estuviera garantizada por una

⁸⁹ Cfr. Mínguez Prieto, R., y Buil Aldana, I., “Restricción crediticia, sistema financiero ‘en la sombra’ y mercado Distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos”, *Revista de derecho del mercado de valores*, n.14, 2014, p.25. [versión electrónica – base de datos LegalTeca; fecha de la última consulta: 10/01/2025].

⁹⁰ *Id.*

garantía hipotecaria, conforme al artículo 1526 CC, la cesión de esta deuda tendrá efectos frente a terceros desde la fecha del otorgamiento de documento público (artículo 1.218 CC) o, en caso de ser un documento privado, desde el día en que dicho documento quede incorporado o inscrito en un registro público, desde la muerte de cualquier de los que lo firmaron o en la fecha en que se entregase a un funcionario público (artículo 1.227 CC).

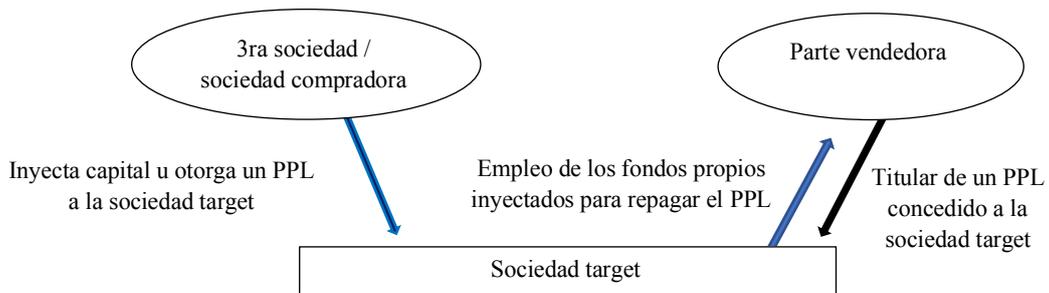
En segundo lugar, otra posible alternativa sería el repago del deudor antes de que se formalice la operación de compraventa de la sociedad target. Es decir, que el deudor cancelara el préstamo antes de que se formalice la compraventa de la sociedad target. Sin embargo, como se mencionó en el apartado 1.5 de este trabajo, la normativa prohíbe el repago anticipado del PPL (la amortización anticipada) salvo que se produzca un aumento equivalente de los fondos propios de la sociedad deudora. Para resolver esta limitación, una posible solución sería estructurar el PPL con una cláusula de cambio de control, de modo que se permita su repago en caso de una compraventa, es decir, cuando haya un cambio de control sobre la sociedad target (deudora) dentro de una operación de M&A. Esto permitiría justificar la amortización del PPL sin que formalmente se considerara una amortización “*anticipada*” y por ello sujeto a la restricción normativa del artículo 20.1. b del RDL 7/1996. No obstante, aunque esta cláusula prevea una obligación de repago en caso de cambio de control, en la práctica podría seguir considerándose una amortización anticipada, ya que el PPL se cancela antes del plazo originalmente previsto.

En tercer lugar, y como última alternativa que podría evitar su consideración como amortización anticipada, consiste en que la parte compradora (o una tercera parte, ajena a la operación de la compraventa) financie, antes de comprar a la sociedad target, a través de una sociedad que todavía no es suya, para que sea ésta la que pueda repagar el PPL. En este caso, se cancelaría el PPL inicial pero sí que habría un aumento de fondos propios por ese mismo importe de la sociedad deudora.

Esta última alternativa consiste en financiar con un PPL a través de fondos propios u otro PPL a la sociedad target para que repague el PPL que tiene que pagar a la parte vendedora. Así pues, como es altamente probable que la cláusula de cambio de control mencionada *ut supra* no sirva como justificación para evitar su consideración como amortización anticipada, lo que sí se puede hacer es transferir a la sociedad target fondos propios para que repague su PPL. En consecuencia, de esta manera se inyectará fondos propios a la sociedad target, un PPL, para que ésta pueda repagar su PPL que tiene frente

a la parte vendedora. Si esto es así, se estaría cumpliendo que al cancelar el PPL, simultáneamente se han incrementado los fondos propios de la sociedad deudora en el mismo importe.

Gráfico 7. Inyección, por parte de una sociedad o entidad financiera, de fondos propios a la sociedad deudora de un PPL para repagarlo.



Fuente: Elaboración propia.

CONCLUSIÓN.

La crisis económica de 2008, considerada la más grave desde la Gran Depresión de 1929, no solo impactó severamente los mercados y redujo drásticamente la actividad económica, sino que también puso de manifiesto la fragilidad del sistema financiero y la necesidad de diversificar las fuentes de financiación empresarial. Los galardonados con el Premio Nobel de Economía en 2022 resaltaron el papel fundamental de los bancos en la economía, pero también evidenciaron su vulnerabilidad ante crisis financieras, lo que subraya la urgencia de fortalecer instrumentos de financiación alternativos.

En este contexto, y dada la actual restricción del crédito bancario en España, el préstamo participativo se presenta como un mecanismo de financiación con gran potencial. No obstante, su desarrollo en España está limitado por una regulación deficiente, fragmentada y sujeta a interpretaciones dispares. Con la previsión de un resurgimiento del mercado de M&A en los próximos años, resulta imprescindible dotar a esta figura de un marco normativo sólido, coherente y adaptado a las necesidades actuales del mercado.

Uno de los principales problemas detectados en este trabajo es la regulación dispersa e incompleta del préstamo participativo, recogida en el artículo 20 del RDL 7/1996, cuya evolución ha estado marcada por modificaciones parciales y sucesivos “parches” normativos (como el RDL 16/2020 y la disposición adicional de la Ley 10/1996 o la disposición adicional de la Ley 16/2007). Esto ha dado lugar a interpretaciones contradictorias por parte de la jurisprudencia y la doctrina (por ejemplo, respecto a su naturaleza jurídica o respecto a los requisitos para amortización anticipada) dificultando su aplicación y generando incertidumbre respecto a sus efectos legales.

Asimismo, la subordinación del PPL en sede concursal ha sido objeto de debate, con resoluciones judiciales contradictorias que han afectado su calificación como crédito subordinado. Aunque el artículo 281.1.2 del TRLC ha intentado cerrar esta discusión, persisten dudas sobre la compatibilidad de los PPL con garantías reales, lo que puede desincentivar su uso en el mercado. Además, la rigidez en la amortización anticipada, que exige una compensación con fondos propios equivalentes, limita innecesariamente la flexibilidad financiera de las sociedades prestatarias.

Desde un enfoque práctico, este trabajo ha evidenciado la gran utilidad del préstamo participativo en escenarios reales, especialmente en operaciones de M&A y reestructuración de sociedades en distress. Se ha desarrollado una estructura innovadora que optimiza su aplicación en una operación de adquisición de sociedad en distress, como medio de pago aplazado, y se ha estudiado un caso previo en el que se empleó ingeniosamente un PPL para reactivar una sociedad disuelta.

En definitiva, este trabajo no solo ofrece un análisis exhaustivo y crítico de la legislación y jurisprudencia del préstamo participativo, sino que también propone una reforma legislativa y evidencia su potencial como fuente de financiación en las operaciones de fusiones y adquisiciones. En un contexto de restricción crediticia y renacer del mercado de M&A, es momento de dejar atrás su regulación “a parches” y dotar a esta figura de la seguridad jurídica que merece, para convertirla en una verdadera alternativa a la financiación tradicional.

ANEXOS:

ANEXO I. COMPARATIVA ENTRE LA REGULACIÓN DEL PPL EN EL RDL 7/1996, LA LEY 10/1996 Y LA LEY 16/2007.

Tabla 1. Comparativa entre la redacción original del artículo 20.1.d) del RDL 7/1996, de la Ley 10/1996, 18 de diciembre de 1996 y de la Ley 16/2007, de 4 de julio de 2007, indicando en color azul aquella modificación llevada a cabo:

<u>RDL 7/1996</u>	<u>Ley 10/1996</u>	<u>Ley 16/2007</u>
<p><i>“Uno. Se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:</i></p> <p><i>a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria.</i></p> <p><i>El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes.</i></p> <p><i>Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad</i></p>	<p><i>“Uno. Se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:</i></p> <p><i>a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria.</i></p> <p><i>El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes.</i></p> <p><i>Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad</i></p>	<p><i>“Uno. Se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:</i></p> <p><i>a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria.</i></p> <p><i>El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes.</i></p> <p><i>Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad</i></p> <p><i>b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula</i></p>

<p>b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada.</p> <p>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.</p>	<p>b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada.</p> <p>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.</p>	<p>penalizadora para el caso de amortización anticipada.</p> <p>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.</p>
<p>c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.</p>	<p>c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.</p>	<p>c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.</p>
<p>d) Los préstamos participativos tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil.</p>	<p>d) Los préstamos participativos se considerarán patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil.</p>	<p>d) Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil.</p>

ANEXO II. ANTEPROYECTO DEL CÓDIGO MERCANTIL. ARTÍCULO
573-10. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO.

“1. Por convenio expreso de las partes podrá establecerse que la retribución del prestamista consista, en todo o en parte, en un porcentaje del beneficio que obtenga el prestatario en la actividad para la que se destinen los fondos prestados, o de su volumen de negocio, o en un margen del aumento de valor que experimente el patrimonio de este, en un determinado plazo. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.

2. Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario solo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que este no provenga de la actualización de activos.

3. En el caso de que el prestatario sea una compañía mercantil cuyo tipo social limite la responsabilidad de sus socios, los capitales que reciba a título de préstamo participativo con carácter subordinado, postergando su rango al de los demás acreedores, presentes o futuros, tendrán la consideración de patrimonio neto de la entidad prestataria a los efectos de distribución de beneficios, de la reducción obligatoria del capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas. El pago de su retribución se antepondrá al cobro de los dividendos, de cualquier clase, que pudieren corresponder a sus socios.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, los préstamos participativos tendrán la calificación de crédito ordinario para el supuesto de que el prestatario fuere declarado en concurso de acreedores, cuando así se hubiese pactado expresamente por las partes en el préstamo participativo en el momento de su otorgamiento”.

ANEXO III. PROPUESTA LEGISLATIVA PARA UNA NUEVA REGULACIÓN DEL PPL.

Propuesta de regulación del préstamo participativo en el ordenamiento jurídico español.

La presente propuesta tiene por objeto la regulación de la figura del préstamo participativo, destacando en color azul las modificaciones introducidas a la actual redacción del artículo 20 del RDL 7/1996. La *ratio legis* y la fundamentación de cada modificación se detallan en las notas a pie de página.

Artículo X. Préstamo participativo:

“1. Se considera préstamo participativo aquel contrato de préstamo mercantil⁹¹ que cumpla con las siguientes características.

a) La calificación del préstamo participativo como contrato de préstamo implica que está sometido a las reglas esenciales de esta figura jurídica, incluyendo la obligación principal de devolución del principal e intereses en el plazo pactado.⁹²

b) La retribución del préstamo participativo deberá tener un interés variable y, opcionalmente, un interés fijo, conforme a las siguientes características:

- i. un interés variable, obligatorio, que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. Se considerará interés variable cuando su cuantía, expresada como un porcentaje del capital prestado, dependa de un factor previamente acordado, que podrá ser:⁹³ el beneficio neto, el volumen de negocio,

⁹¹ La consideración del PPL como contrato de préstamo se obtiene, entre otras, de la Sentencia del Tribunal Supremo num. 566/2011, de 13 de julio. También tiene su origen en la opinión de diversos autores como Palá Laguna y José Luis Colino (*vid.* apartado 1.3 del presente trabajo). La *ratio legis* de este precepto consiste en aclarar cuál es la naturaleza jurídica de este instrumento de financiación, a fin de solventar posibles lagunas legales y aquellas dudas que surjan al analizar sus características principales.

⁹² Idea extraída de la Sentencia del Tribunal Supremo num. 566/2011, de 13 de julio (*vid.* apartado 1.2 del presente trabajo). La *ratio legis* de este precepto consiste en aclarar que, a pesar de ser calificado como “patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil” y tener calificación de crédito subordinado en sede de concurso, ello no elimina la obligación de devolución del capital prestado. Como dicta la sentencia del STS num. 566/2011, a pesar de que “el capital obtenido se integra en los fondos propios” ello “no excluye la obligación de devolver el capital y pagar los intereses, conforme a la naturaleza del préstamo recibido”.

⁹³ Inspirado la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia del País Vasco, número 295/2017, de 5 de julio. *Vid.* apartado 1.2 del presente trabajo.

el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes.

- ii. un interés fijo, pactado libremente por las partes, y no vinculado a la evolución de la actividad de la entidad prestataria. En todo caso, el interés fijo deberá respetar los límites establecidos en la normativa vigente, para evitar la calificación como usurario conforme a la Ley de 23 de julio de 1908, de represión de la usura.⁹⁴

c) La amortización anticipada del préstamo participativo sólo podrá efectuarse si se cumple alguno de los siguientes requisitos:

- i. la entidad prestataria compensa la amortización con un incremento de los fondos propios de igual cuantía, siempre que éste no provenga de la actualización de activos,
- ii. ambas partes acuerden que la compensación se realice mediante otro préstamo de igual cuantía y que cumpla las características recogidas en el presente artículo.

En caso de incumplimiento de estas condiciones, las partes podrán pactar una cláusula penalizadora.

La modificación de la fecha de vencimiento de un préstamo participativo mediante acuerdo entre las partes no constituye una amortización anticipada y, por lo tanto, no exige el correspondiente incremento de los fondos propios. Para evitar un uso abusivo de dicho apartado, la novación modificativa deberá mantener las características del préstamo participativo recogidas en este artículo.⁹⁵

d) En sede concursal, los préstamos participativos tendrán la calificación de crédito subordinado⁹⁶, situándose, en orden de prelación, después de los acreedores comunes.

La subordinación se aplicará tanto si las partes formalizan el contrato de préstamo y se remitan a lo dispuesto en el artículo 20 del RDL 7/1996 para su regulación, como por

⁹⁴ La opinión de no establecer un elevado tipo de interés fijo es una opinión compartida por autores como José Luis ColinoMediavilla y Víctor Hernán Carillo. *Vid.* apartado 1.2 del presente trabajo.

⁹⁵ La *ratio legis* de este apartado se debe a la actual incertidumbre respecto a la posibilidad de modificar la fecha de vencimiento de un PPL, mediante acuerdo de ambas partes.

⁹⁶ Inspirado en el artículo 282 apartado 2 del TRLC.

pacto contractual de subordinación del préstamo.⁹⁷ En todo caso, el prestatario mantiene su responsabilidad universal y deberá cumplir la obligación de devolución.⁹⁸

La existencia de una garantía real otorgada para garantizar el préstamo participativo, no alterará la naturaleza del préstamo, ni afectará a su subordinación en caso de concurso de la entidad prestataria.

Cualquier pacto posterior que intente eliminar el carácter subordinado del préstamo, en perjuicio de otros acreedores y sin justificación objetiva, será nulo de pleno derecho.⁹⁹

e) Respecto a la calificación de los préstamos participativos, a efectos mercantiles, los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto en los siguientes supuestos:

- i. reducción de capital por pérdidas, conforme al artículo 327 de la Ley de Sociedades de Capital
- ii. disolución y liquidación de sociedades, conforme al artículo 363.1 e) de la Ley de Sociedades de Capital.

Fuera de estos dos casos, los préstamos participativos se clasificarán como pasivo financiero en el balance de la entidad prestataria, pues, a pesar de tener características especiales en cuanto a la remuneración de sus intereses y calificación concursal, no cuenta con ninguna excepcionalidad en cuanto a su contabilización. En concreto, se contabilizarán conforme a la norma de registro y valoración (NRV) 9º, relativa a los “Instrumentos financieros” del Plan General de Contabilidad (PGC 2007), aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.¹⁰⁰

2. Los intereses devengados tanto fijos como variables de un préstamo participativo se considerarán partida deducible a efectos de la base imponible del Impuesto de Sociedades del prestatario.

⁹⁷ Idea obtenida de la de la Audiencia Provincial de Málaga, Sección 6ta, núm. 1179/2021, de 22 de Septiembre, así como de la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 6 de Madrid, del 23 de diciembre de 2013 y del propio artículo 282. 2 TRLC. *Vid.* apartado 1.4.1 del presente trabajo.

⁹⁸ Idea obtenida de la sentencia Sentencia 566/2011, de 13 de julio. *Vid.* apartado 1.3 del presente trabajo.

⁹⁹ Sentencia de la Sección 6ª de la Audiencia Provincial de Málaga, núm. 1179/2021, de 22 de septiembre. *Vid.* apartado 1.4 del presente trabajo.

¹⁰⁰ Inspirado en la resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, así como la resolución del ICAC del 30 de junio de 2009 y la Consulta nº.2 del BOICAC 54, junio de 2023. *Vid.* apartado 1.3 del presente trabajo.

No obstante, para aquellas operaciones entre sociedades del mismo grupo societario, conforme al artículo 42 del Código de Comercio, y aquellas operaciones vinculadas, conforme al artículo 18 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, habrá de atenerse a lo establecido en los artículos 15 y 15 bis de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, pues si se cumplen los requisitos de estos dos últimos artículos, los intereses devengados no se considerarán gastos fiscalmente deducibles, sino que tendrán la consideración de retribución de fondos propios, tanto para la entidad prestataria como para la entidad prestamista.

Aquellos los intereses devengados y que sí se consideren gasto fiscalmente deducible están sujetos a lo establecido en el artículo 16 LIS.¹⁰¹

¹⁰¹ Inciso recogido en el Capítulo del Manual Tortuero Ortiz, J., “Los préstamos participativos” en María Noguera López (coord.), *Manual de financiación*, Aranzadi La Ley, Madrid, 2025, p. 371. *Vid.*, apartado 1.2 del presente trabajo.

BIBLIOGRAFÍA:

1) Legislación:

Ley 10/1996, de 18 de diciembre, de Medidas fiscales urgentes sobre corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de empresas.

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.

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (actualmente la mayoría de los artículos están derogados).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

Real Decreto-ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización. (derogada).

Real Decreto Ley 16/2020, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

2) Jurisprudencia:

Sentencia de la Sección 1ª, de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo núm. 566/2011, de 13 de julio, [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2011/7378; fecha de última consulta: 2 de febrero de 2025].

Sentencia de la Sección 3ª de la Audiencia Provincial de Valladolid núm. 221/2012, de 19 de junio, Fundamento Jurídico Segundo [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2012/240810; fecha de la última consulta: 2 de febrero de 2025].

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Madrid, de 23 de diciembre de 2013 [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2014/111212; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

Sentencia de la Sección Cuarta de la Audiencia Provincial de A Coruña núm. 98/2017, de 16 de marzo [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. AC/2017/839; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

Sentencia de la Sección 28, de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 162/2017, de 24 de marzo, versión electrónica – base de datos CENDOJ. Ref. SAP M 8142/2017; fecha de última consulta: 02/02/2025].

Sentencia del Tribunal Superior de Justicia del País Vasco núm. 295/2017, de 5 de julio [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JT/2017/1067; fecha de la última consulta: 02/02/2025].

Sentencia de la Sección 15 de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 2504/2020, de 24 de noviembre [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2021/10280; fecha de última consulta: 02/02/2025].

Sentencia de la Sección 2ª, de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, del Tribunal Supremo núm. 461/2021, de 30 de marzo, [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. RJ/2021/1443; fecha de última consulta 15/03/2025].

Sentencia de la Sección 6ª de la Audiencia Provincial de Málaga núm. 1179/2021, de 22 de septiembre, Fundamento Jurídico Cuarto [versión electrónica – base de datos ARANZADI. Ref. JUR/2021/383292; fecha de última consulta: 03/02/2025].

3) Obras doctrinales:

Acosta Álvarez, T.J., García Llana, R., Tortuero Ortiz, J., “Current trends in Spanish participative loans”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2013, vol.28, pp. 123-133,

Álvarez Couso, I., “Aspectos novedosos en la financiación de un LBO Español”, *La Ley*, n. 5595, 2021, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Ayala Jiménez, G., “Préstamos participativos y viabilidad financieras”, Universidad de Málaga, Málaga, 2015 (disponible en <https://riuma.uma.es>; fecha de última consulta 15/03/25).

Azorín Burgos, M., “Consideración del préstamo participativo como patrimonio neto”, *Revista Contable*, n. 1, 2012, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 12/02/2025].

Buil Andana, I., “Préstamos participativos, subordinación concursal y homologación judicial”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n. 31, 2019, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Bustos Contell, E., *Préstamo participativo Instrumento de financiación de las PYMES*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid, 2002, p.25. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/libro?codigo=49303>; fecha de última consulta: 28/12/2024.

Cantalapiedra Arenas, M., “Principales características de los préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n. 256, 2008, p. 73 [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Catalina Lapuente, J., “Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n. 206, 2004, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Colino Mediavilla, J.L., “Los créditos subordinados son necesariamente subordinados por pacto contractual”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 163, 2021, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

Colino Mediavilla, J.L., y Hernán Carrillo, V., “Créditos y préstamos participativos”, en Yzquierod Tolsada, M. (coord.), Almudí Cid, J.M. (coord.), Martínez Lago, M.A. (coord.), *Contratos – Tomo IX. Contratos de Financiación y de Garantía. Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales, con sus implicaciones tributarias*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2014, s.p. [versión electrónica – base de datos LegalTeca; fecha de la última consulta: 10/01/2025].

Echánove Orbea, J., “M&A de empresas en distress; Particularidades y experiencias recientes”, *La Ley*, n. 2772, 2013, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Echenagusia, I. y París, P., “Los préstamos participativos: ¿qué ocurre cuando se garantizan?”, *Economist & Jurist*, 2016, s.p. (disponible en: https://www.economistjurist.es/wp-content/uploads/sites/2/2016/09/9_Mercantil-1.pdf; fecha de última consulta 15/03/2025).

Fernández Cortijo, P., “Operación distress de private equity: toma de control en una sociedad española vía uk scheme of arrangement y salida del capital mediante compraventa con seguro de manifestaciones y garantías contratado por el comprador, con exposición de los managers”, en Sebastián, R. (coord.), *2018 Práctica Mercantil para abogados*, Wolters Kluwer, Madrid, 2018, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Francisco Javier, M., “A vueltas con el interés variable en los préstamos participativos”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n.999, 2023, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

García-Villarubia, M., “Tres supuestos dudosos de créditos subordinados”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.19, 2014. Disponible en <https://www.uria.com/es/publicaciones/4048-tres-supuestos-dudosos-de-creditos-subordinados>; fecha de última consulta el 02/02/2025).

Hornedo, I. y Figueroa, P., “Disolución por pérdidas y reactivación: los préstamos participativos como instrumento (híbrido) del patrimonio contable”, en Sebastián Quetglas, R. (coord.), *2016 Práctica Mercantil para abogados*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p.35.

Kolb A., y Serrano A., “La amortización anticipada de los préstamos participativos”, *Derecho de los Negocios*, n.265/266, 2012, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Marín de la Bárcena, F., “Amortización anticipada de préstamos participativos”, *Gómez Acebo & Pombo*, 2022 (disponible en <https://ga-p.com/wp->

[content/uploads/2022/05/Amortizacion_anticipada_prestamos-1.pdf](#); fecha de última consulta 7/02/2025).

Minguez Prieto, R., y Buil Aldana, I., “Restricción crediticia, sistema financiero ‘en la sombra’ y mercado Distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos”, *Revista de derecho del mercado de valores*, n.14, 2014, p.25 [versión electrónica – base de datos LegalTeca; fecha de la última consulta: 10/01/2025].

Molina-Martell, A. y Moreno Vallès, J., “Guía práctica sobre vías de financiación para PYMES, autónomos y emprendedores”, Uría Menéndez (disponible en https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8272/documento/guia_Pymes.pdf?id=13214&forceDownload=true; fecha de última consulta 01/02/2025).

Moreno-Torres Galvéz, A., “Nobel de Economía 2022: Bernanke, Diamond y Dybvig”, *Revista de Economía industrial*, n.425, 2022 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8814963>; fecha de última consulta 15/03/25).

Palá Laguna, E., “Algunas cuestiones en torno a la figura del ‘préstamo participativo’ y su nuevo régimen jurídico”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, n. 70, 2017, pp. 457-476. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/libro?codigo=49303>; fecha de última consulta 28/12/2024.

Pantaleón Prieto, A. Fernando, “Cesión de Créditos”, *Anuario de Derecho Civil*, vol. 41, n. 4, 1998, pp. 1033–1132.

Ramos Cueto, P., “El préstamo participativo como patrimonio neto en ciertos supuestos no recogidos expresamente en el Real Decreto-Ley 7/1996”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 5, 2018, s.p. [versión electrónica – base de datos ARANZADI; fecha de la última consulta: 15/03/2025].

Tejada, R., “Implicaciones fiscales y mercantiles de los préstamos participativos”, *Estrategia Financiera*, n.209, 2004, pp. 70-74.

Tortuero Ortiz, J., “El contrato de compraventa de acciones. The shares sale and purchase agreement” en Jordano, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, LA LEY, Madrid, 2016, s.p. [versión electrónica – base de datos LA LEY Digital; fecha de la última consulta: 25/02/2025].

Tortuero Ortiz, J., “Los préstamos participativos” en María Noguera López (coord.), *Manual de financiación*, Aranzadi La Ley, Madrid, 2025, pp. 371 - 397.

Tortuero Ortiz, J., y Sebastián Quetglas, R., “Subordination of credit rights under the Spanish Insolvency Act”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 20, p. 529.

Viñuelas Sanz, M., “Los préstamos participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 305, 2017, p. 307 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6114075>; fecha de última consulta 15/03/2025).

4) Recursos de internet:

Tortuero Ortiz, J., y Cortés Crane, I., “El laberinto de los préstamos participativos”, *Expansión*, 9 de noviembre de 2022.

5) Otras autoridades:

Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996 sobre el concepto de Patrimonio Contable a efectos de reducción de Capital y disolución de Sociedades, número BOICAC 31, 1997, 31 de octubre de 1997. Disponible en <https://www.icac.gob.es/node/1070>; fecha de última consulta 15/03/2025.

Resolución del ICAC del 30 de junio de 2009, “Instrumentos financieros NRV 9ª. Contabilización de los préstamos participativos”, núm. 78, 2009. Disponible en <https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-icac-78-junio-2009-01-06-2009-1440002>; fecha de última consulta 15/03/2025].

Resolución del ICAC de junio de 2023, “Sobre el tratamiento contable de un préstamo participativo”, núm. 54, 2023, [versión electrónica – base de datos Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de España; fecha de última consulta 15/03/2025].