

II. Resoluciones de la Dirección General

POR FERNANDO CANALS BRAGE

OBLIGACIONES HIPOTECARIAS DE PARTICULARES (Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 5 de noviembre de 1990).

I. INTRODUCCION

Cuando D. Jerónimo González escribe en el año 1942 sobre las obligaciones hipotecarias de ferrocarriles (1) estaba certificando su defunción: "En virtud de la Ley de 24 de enero de 1941 el Estado español se ha incautado de los ferrocarriles de vía ancha..."; no quedaba sino estudiar la forma de pago de los títulos en circulación.

La cita de D. Jerónimo tiene su razón de ser en un paralelismo objetivo, que no, obviamente, subjetivo. Pues, a mi modo de ver la R. D.G.R.N. de 5 de noviembre de 1990 debe suponer como consecuencia lógica, quizá no manifiesta de momento, la defunción de las obligaciones hipotecarias de particulares, al menos en los términos en que hoy son conocidas.

En efecto, desaparecida la causa de su nacimiento que nadie discutirá había encontrado el legislador en la aventura del ferrocarril (Orden de 26 de febrero de 1867 que pasaría a la Ley Hipotecaria en 1869), la pervivencia de los arts. 150 y 154 a 156 de la Ley Hipotecaria había permitido escasísimas emisiones hipotecarias de grandes sociedades, atraídas por fórmulas más flexibles de obtención de capital en el mercado financiero, —realizadas incluso en algún caso para así poder exceder el tope legal de emisión (2)—; había posibilitado en segundo lugar la creación jurisprudencial de la hipoteca cambiaria (a partir de la R.D.G.R.N. de 26 de octubre de 1973), y en último extremo había servido para pequeñas y aisladas emisiones de títulos al portador por personas físicas que, al abrigo del artículo 247 del Reglamento Hipotecario, encontraban en su excepcionalidad su mejor salvaguarda jurídica.

(1) "Las obligaciones hipotecarias de ferrocarriles", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario (RCDI)*, agosto y septiembre de 1942, págs. 529 y 595.

(2) Puesto que las emisiones garantizadas por medio de hipoteca no están sujetas a la limitación impuesta por razones de capital y reservas (arts. 284.2 TRSA). Así lo manifestaba el Registrador Mercantil de Barcelona LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO en la Mesa Redonda celebrada el 10 de diciembre de 1990 en el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles el 10 de diciembre de 1990.

Sin embargo cuando estas últimas emisiones en alguna manera se institucionalizan surgen dudas sobre su verdadera naturaleza jurídica. Corresponde a este momento el trabajo de Luis M. Selva (3) y unas líneas mías en una revista escasamente conocida fuera de su ámbito regional (4), con la intención, en mi caso, de propiciar un debate que clarificara las dudas sobre un tema cuya complejidad se ha encontrado en su carácter interdisciplinar o "transfronterizo".

Tal debate sin embargo no llegó a producirse y sólo un cúmulo de coincidencias pudo provocar un recurso gubernativo que no obstante llega bastante mal-trecho al Centro Directivo, que éste supo recomponer en una Resolución encomiable por el esfuerzo, aunque haya sido tildada de tibia.

Si me interesa apuntar las razones que me ha parecido encontrar para explicar la inexistencia de debate, pues pueden resultar de ellas sugerencias a tener en cuenta ante la evolución futura de la hipoteca en garantía de títulos que la anhelada movilidad del crédito territorial promete hacer muy imaginativa. A mi juicio son éstas:

1.—La razón fundamental del agostamiento del estudio la tiene el que las emisiones por los particulares se plantearan esquemáticamente en términos maniqueos de licitud-fraude. Esta circunstancia motiva que la calificación registral se entienda en el límite de lo prohibido, aduciéndose que le estaban vedadas las consideraciones subjetivas de las partes, e imputándose por otro lado actitud inquisitorial a aquéllas, escasas, que no alcanzaban a encontrar la bondad hipotecaria de la situación.

2.—La irrupción en escena de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en quien se descarga inmediatamente todo el peso de la turbia trastienda (véase más abajo el informe del Registrador) que se adivina en los títulos. La no calificación se acompaña de una elemental y nebulosa puesta en conocimiento, de aquélla de la escritura de emisión para quedar al abrigo de toda sospecha. Parece no obstante que el tema es esencialmente hipotecario, porque a nadie se oculta que es la hipoteca la razón de ser de los títulos; éstos no existirían de no ser por la garantía hipotecaria.

3.—El apego acomodaticio, cuando no interesado, a la dicción literal de la ley, siendo así que "es un hecho tan conocido como de fácil comprobación que la legislación española carece de una normativa general sobre los títulos valores" (5), y que además da el legislador claras muestras de desconocimiento de sí mismo.

En 1909 la Ley Hipotecaria modifica, probablemente sin entenderla, la Ley de Enjuiciamiento Civil (derogación art. 1.517). El Reglamento Hipotecario (art. 247, único que al mencionar al particular no inscrito parece querer ver), probablemente del mismo modo, el Código de Comercio y el Reglamento del Registro Mercantil (art. 21 C. de Co.: "también se inscribirán las emisiones que hicieran los particulares"); desajuste que no es corregido, al menos expresamente, en las

(3) LUIS M. SELVA SÁNCHEZ: "Hipotecas en garantía de cédulas al portador", Academia Sevillana del Notariado, 1989.

(4) *Lunes 4,30*, núm. 25, 27 de febrero de 1989. Respecto de lo que después se dice en el texto, justo es reconocer que los Registradores de la Comunidad Valenciana debieron mantener diversos debates que traslucieron en números posteriores de la misma revista, por ellos publicada.

(5) Con esta frase inicia J. M. DE EIZAGUIRRE SUS "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores" (*Revista de Derecho Mercantil*, núm. 163, enero-marzo 1982, págs. 7 a 112).

grandes reformas de 1956 (Reglamento del Registro Mercantil), de 1958 (Reglamento Hipotecario) y de 1973 (Código de Comercio) ni en las ulteriores. En 1951 la Ley de Sociedades Anónimas deroga en lo que se oponga y declara parcialmente vigente la Ley Hipotecaria, pero incluso esta declaración de vigencia encuentra obstáculos de conciliación imposible (6). En 1964 la Ley sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas no anónimas culmina el despropósito, desconociendo el contenido de la propia Ley de Anónimas que tan reiteradamente cita.

4.—La argucia del pretendido trato discriminatorio cometido con las personas físicas a quienes se impediría la emisión de obligaciones; cuando lo cierto es que la discriminación se produce a la inversa, es a las personas jurídicas a las que se impide crear los títulos hasta el presente tolerados a los particulares. La idéntica naturaleza objetiva de los títulos motiva la identidad de su tratamiento jurídico, con independencia de la entidad de la persona que los cree.

Liberados pues de tales prevenciones subjetivas, tratemos de analizar la Resolución de la Dirección General.

II. RESOLUCION DE LA DIRECCION GENERAL

1.—*Hechos*.—El día 25 de abril de 1989, en escritura pública autorizada por don Carlos Goicoechea Rico, Notario de Valencia, don Pedro Chirivella Navarro constituyó unilateralmente hipoteca en garantía de tres títulos al portador, y así se expone en la citada escritura “que con el fin de atender a sus necesidades particulares, al amparo del artículo 154 de la Ley Hipotecaria realiza en este acto una emisión de tres obligaciones hipotecarias al portador de la serie A —única, numeradas del 1 al 3—, ambos inclusive, por importe de 4.000.000 de pesetas cada una de ellas, para ponerlas en circulación y negociarlas cuando lo considere oportuno”.

La relación de hechos no puede ser más sucinta, pero es suficiente para destacar:

— La necesidad de buscar un amparo normativo en la cita expresa de un artículo (154 L.H.) que ni se ajusta a la operación realizada ni es cumplido en sus dictados (fecha y plazo de suscripción).

— Un cierto intento de causalizar la creación de los títulos acudiendo a la idea de un fin por demás obvio: “atender a las necesidades particulares del emitente”.

— La pomposidad de la “serie A —única, numeradas del 1 al 3”.

— La ingenuidad no frecuente de confesar que “se pondrán en circulación y negociarán cuando lo estime oportuno”.

2.—*La nota de calificación*.—Presentada la citada escritura en el Registro de la Propiedad número 12 de los de Valencia fue calificada con la siguiente nota: “Examinado el precedente documento que, presentado inicialmente el 26 de abril del año en curso, fue retirado acto seguido para pago del correspondiente impuesto, y devuelto por primera vez el 4 de mayo último, fue retirado por merecer calificación desfavorable, se deniega ahora, una vez que se ha devuelto

(6) Como p. ej. materia de cancelación de la hipoteca. V. GARCÍA TREVIJANO: “Cancelación de hipoteca en garantía de obligaciones al portador emitidas por S. A.”, *Revista de Derecho Notarial*, 1956.

por segunda vez el 14 de los corrientes con expresa petición de nota de calificación, la inscripción de la hipoteca que en el mismo se constituye por apreciarse en él los siguientes defectos: 1.º Constituirse la referida hipoteca en garantía de obligaciones inválidas. *a)* Por no ser posible, tras la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, que un particular, sin como mínimo cumplir por analogía los requisitos previstos en dicha Ley, pueda emitir en serie impresa y numerada títulos al portador que reconozcan o creen una deuda incorporada a ellos, y *b)* aunque se considerara inexacta la objeción anterior, por no justificarse que la pretendida emisión de las obligaciones garantizadas haya cumplido los requisitos exigidos por los artículos 26 y 29 proposición segunda de la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del mercado de valores, por lo menos aquéllos no necesitados de desarrollo reglamentario, cual los enunciados en los apartados *b)* y *d)* del primero de dichos preceptos y en la susodicha proposición del segundo de ellos. 2.º Por ser contradictoria la condición sexta con el epígrafe fincas que se hipotecan, situado tras la condición decimoctava, ya que se afirma en aquélla que la parte emitente constituye hipoteca (en singular) sobre cada una de las tres fincas que el documento comprende, las cuales quedan respondiendo, entre otros extremos, del pago del principal (que se supone asciende a 12.000.000 de pesetas), y se proclama, en cambio, en éste que cada finca responde principalmente sólo de la respectiva obligación —números 1, 2 y 3— que a cada una de ellas se adscribe. Y es contradictoria porque esa adscripción (que declaró innecesaria para la hipoteca, cambiaría la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 18 de octubre de 1979 —*Boletín Oficial del Estado* de noviembre siguiente—) supondrá que se habría constituido tres hipotecas autónomas (cada una de las cuales se podría ejecutar únicamente por impago de su correspondiente obligación adscrita) y no una sola hipoteca con distribución de responsabilidad entre las tres fincas hipotecadas, y 3.º Por no dejar a salvo la condición séptima lo preceptuado en el artículo 112 de la Ley Hipotecaria y por ser contraria al principio de especialidad la previsión inicial (vencimiento de la obligación garantizada por incumplimiento de cualquiera de las condiciones pactadas) de la condición novena, según todo ello se declaró en las Resoluciones del meritado Centro Directivo de 23 y 26 de octubre de 1987, *Boletín Oficial del Estado* del 18 y 21 de noviembre siguientes, respectivamente—, en los fundamentos de derecho 8 de ambas, por lo que hace al tema de la extensión objetiva de la hipoteca, y 5 también de las dos, por lo que se refiere a la cláusula de vencimiento anticipado de la hipoteca por el incumplimiento de cualesquiera obligaciones contraídas en virtud de préstamo garantizado. Los defectos 1.º *a)* y 2.º se consideran insubsanables por lo que no procede tomar anotación preventiva por defecto subsanable que tampoco se ha solicitado. Contra esta nota cabe, además de contender ante los tribunales de justicia para que se declare la validez e inscribibilidad del título, recurrir gubernativamente ante el Presidente del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Autónoma valenciana dentro del plazo de cuatro meses a contar desde esta fecha, todo ello en los términos que se previenen en el artículo 66 de la Ley Hipotecaria y 112 y siguientes del Reglamento dictado para su aplicación. Valencia a 23 de junio de 1989.—El Registrador.—Firmado: Juan Manuel Rey Portolés.”

Vuelta a presentar el día 13 de julio de 1989, fue objeto de la siguiente nota de calificación: “Vuelto a presentar el precedente documento con petición expresa de nota de calificación a efectos de interponer recurso gubernativo durante la vigencia del nuevo asiento de presentación tomado, se reitera la denegación a su inscripción que se formuló en la anterior nota de 23 de junio del año en curso,

por los mismos defectos que se reseñan en los números 1.º, 2.º y 3.º de dicha nota que se dan aquí por íntegramente reproducidos, como también se confirma el carácter insubsanable de los consignados en sus apartados 1.º a) y 2.º. Contra esta nota cabe, además de contender ante los tribunales de justicia para que se declare la validez e inscribibilidad del título, recurrir gubernativamente ante el Presidente del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Autónoma Valenciana dentro del plazo de cuatro meses a contar desde esta fecha, todo ello en los términos que previenen en el artículo 66 de la Ley Hipotecaria y 112 y siguientes del Reglamento dictado para su aplicación.—Valencia a 27 de julio de 1989.—El Registrador.—Firmado: Juan Manuel Rey Portolés.”

Interesa ahora destacar:

— Una visión estrictamente “cartular” de la operación que desemboca en una declaración de invalidez de los títulos por causa que afectan exclusivamente al “negocio” de emisión.

— Una cierta indeterminación producto de la indefinición legislativa: la Ley 211/1964 de 24 de diciembre se utiliza como ley de “mínimos” lo que no arroja mucha luz sobre el régimen de estas obligaciones, así como tampoco el acusado vacío reglamentario de la normativa del mercado de valores.

— La sugerencia debida sin duda al Registrador de la Propiedad, a quien no podrá achacarse despreocupación, de presentar nuevamente la escritura, aún antes de agotado el plazo de recurso contra la primera nota de calificación, lo que posibilitará la prórroga del asiento de presentación por la interposición del recurso.

— La dureza en la calificación de insubsanables de los defectos, singularmente el segundo, a la vista del informe de defensa de la nota.

3.—*El escrito del recurrente.*—Don Pedro Chirivella Navarro interpuso recurso gubernativo contra la anterior calificación, y alegó: Que la redacción de la nota de calificación en lo que se refiere al primer defecto contenido en la misma y, por tanto, difícil de contestar punto por punto. Que las leyes invocadas por el señor Registrador, se refieren siempre a la emisión de obligaciones colectivas, comanditarias o de responsabilidad limitada emitidas por asociaciones o por otras personas jurídicas; en ningún caso se habla en ellas de personas físicas, y, por tanto, habrá que interpretarlas de forma restrictiva, según el aforismo *ubi lex non distinguit nec nos distinguee debemus*. Que de lo anterior se deduce que cualquier persona física puede emitir tales obligaciones sin sujeción a las condiciones que se imponen en las leyes invocadas a las personas jurídicas; por tanto, lo que la ley no prohíbe de una manera expresa se está autorizando a realizar. Concretamente, en cuanto a la Ley invocada en el apartado b) se refiere globalmente al mercado de valores. El que un señor particular emita unos títulos al portador en constitución de una hipoteca de garantía, se estima no se le puede considerar incluido dentro del mercado de valores. Que de la exposición de motivos se desprende que dicha ley no es de aplicación a las personas individuales que emitan dichos títulos. Que los artículos de la citada ley que menciona el señor Registrador, se considera que se refieren indudablemente a la emisión de valores por contraste en bolsa, y, por tanto, exigen unas condiciones especiales, que deberán reunir aquellas personas individuales o jurídicas que pretendan salir al mercado público de valores, conforme a su título III y en el título IV habla del mercado secundario de valores y se estima que tampoco aparecen en el mismo ninguna de las características que tiene el título que se pretende inscribir. Lo único que se hace con el referido título es dividir la hipoteca en partes alicuotas e inscribir los títulos transmisibles, todo ello al amparo del artículo 154

de la Ley Hipotecaria. Las obligaciones son los instrumentos que representan cada parte alícuota y en virtud del artículo citado son plenamente inscribibles. Que en cuanto al defecto invocado en el apartado 2.º de la nota denegatoria, se estima que una redacción más o menos acorde con la idea del señor Registrador no puede decir que deje sin efecto un documento público y solemne, cuando de la lectura del mismo se desprende con toda claridad su interpretación real y verdadera. Que en cuanto al tercer defecto de la nota de calificación, hay que señalar que lo establecido en la condición séptima está dentro de lo que marca el artículo 112 de la Ley Hipotecaria. Que en cuanto a lo que se refiere a la condición novena, la calificación en cuanto a dicho punto no se comprende y, por tanto, no se puede combatir. Que como fundamento de derecho cabe citar el artículo 154 de la Ley Hipotecaria.

El escrito del recurrente es, según se ve, expresión de la absoluta perplejidad de quien no entiende nada y no se resiste en hacerlo patente. Sin embargo, esta ignorancia en el caso es perfectamente excusable, no tanto la osadía de que hace gala. Lo verdaderamente preocupante es que el nivel medio de conocimientos jurídicos de aquéllos que se embarcan voluntaria, pública y exclusivamente en tales emisiones es bien inferior al mostrado por el señor Chirivella. Por cierto que se echa en falta en el recurso el preceptivo informe notarial.

4.—*El informe del Registrador de la Propiedad.*—El Registrador de la Propiedad, en defensa de su nota, informó: 1. Que se considera que con la operación de las hipotecas en garantía de la emisión de obligaciones hipotecarias efectuadas por particulares, en la casi totalidad de las ocasiones se pretende alcanzar un fraude (*fraus alterius y fraus legis*). Con la aparentemente aséptica emisión de obligaciones hipotecarias por un particular con la finalidad de “cubrir atenciones de su tesorería” o, como se dice en la escritura calificada “atender a sus necesidades particulares”, se puede: 1.º Transgredir el artículo 1.º de la Ley de 1908, de 23 de julio, “Ley Azcárate”; 2.º Se puede también infringir (desde el lado del inversor) las leyes fiscales sobre la renta, pues los intereses “al descuento” no afloran nunca, ni tampoco afloran tras el primer año de vigencia de las obligaciones, al tiempo de sus posibles prórrogas, en que deben ser satisfechos anticipadamente, sin que al angustiado emisor le importe demasiado ser el único posible infractor de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, ni de su normativa de desarrollo (por ejemplo, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 20 de mayo de 1985), y 3.º Se puede quebrantar, por último, el principio de *par conditio creditorum* y el tipo penal sancionador del delito de estafa o el de alzamiento de bienes. En este punto es de destacar la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notario de 22 de marzo de 1988. II. Que a continuación se desarrolla el verdadero informe: 1.º La invalidez de la obligación en el sentido de una modalidad del título valor, se basa en dos posibles razones, subsidiaria la una de la otra: A. En primer lugar, no es posible, tras la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, que un particular, sin, como mínimo, cumplir por analogía los requisitos previstos en dicha Ley, pueda emitir en serie impresa y numerada títulos al portador que reconozcan o creen una deuda incorporada a ellos. Que bien es verdad que el propio Código de Comercio pareció propiciar la combinación que ahora se objeta, en virtud de lo que dice en el párrafo 2.º, del número 10 de su artículo 21, pero esta posibilidad se podía entender concedida sólo a los particulares que fuesen comerciantes inscritos, como se descubre del artículo 32 del Reglamento interino para la organización y régimen del Registro Mercantil, aprobado por Real Decreto de 21 de diciembre de 1885. Tanto en la Ley Hipotecaria de 1909, como en el Reglamento de 1915 no se considera en

ningún momento que la emisión la efectuara un particular. Fue el Reglamento Hipotecario vigente el que sin apoyo ninguno en la Ley que debía desarrollar, estableció en el artículo 247 la hipoteca en garantía de títulos transmisibles por endoso y al portador. El Reglamento de Registro Mercantil de 14 de diciembre de 1956, trasplantó las prescripciones que la Ley de 17 de julio de 1951, exigía para las sociedades anónimas a las colectivas, comanditarias y de responsabilidad limitada, cerrándose el ciclo con la promulgación de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, reguladora de la emisión de obligaciones por personas jurídicas no anónimas. El actual silencio del legislador sobre la emisión de obligaciones por una persona particular sólo puede interpretarse: a) Que al contemplar la Ley Hipotecaria la segunda eventualidad del artículo 247, II, del Reglamento Hipotecario es que estaba proscribiendo la primera; b) O que se mantenía esa posibilidad pero sólo cuando la emisión la efectuaban comerciantes individuales inmatriculados, como contemplaba el artículo 21, 10, II, del Código de Comercio; c) O, a lo sumo, que seguía siendo posible la emisión de obligaciones por particulares no comerciantes, pero observando entonces por analogía los requisitos protectores del público suscriptor establecidos para las personas jurídicas. Que el legislador en la Ley 19/1989, de 25 de julio, posterior a la calificación, prevé que las personas físicas pueden emitir obligaciones enlazando tal posibilidad con la de tratarse de un empresario individual. B. Que se persiste en defender el defecto 1.º; b): 1.º Porque la Ley persigue un objetivo más amplio que el que quiere el recurrente: Artículo 1.º; 2.º Porque el artículo se expresa en términos amplísimos, que indudablemente atraen a su órbita la emisión de las tres obligaciones hipotecarias que efectúa en el documento calificado don Pedro Chirivella Navarro; 3.º Porque igualmente omnicomprendivo es el artículo 3 de la Ley 24/1988, y 4.º Porque resulta plenamente lógico que el futuro suscriptor de los títulos de don Pedro Chirivella, cuente con la misma protección, que la que disfrutarán los suscriptores de bonos u obligaciones de Empresas tan respaldadas públicamente como Renfe o Telefónica, por ejemplo. Que como quiera que la emisión pretendida por don Pedro Chirivella no acata los simples y convenientes requisitos instaurados por la Ley vigente, es visto que los consiguientes títulos adolecen de invalidez; de acuerdo con el artículo 6.º, 4, del Código Civil que con la lógica insusceptibilidad de la hipoteca, es lo único que se ha opuesto en el apartado 1.º, b), de la nota de calificación. 2. En cuanto al segundo defecto de dicha nota es evidente que no ha sido comprendido por el recurrente; pero el caso es que no hay una pretensión de redacción caprichosa, sino una contradicción insoluble entre pasajes del texto escriturario que impide la inscripción. Cuando se pretende garantizar con hipoteca sobre varias fincas una pluralidad de títulos valores, son posibles enfoques: O sujetar hipotecariamente cada finca a sólo uno (o alguno) de los títulos, o sujetar todas las fincas a todos los títulos. En el primer caso, hay tantas hipotecas como fincas conectadas, una a una con su correspondiente título-valor, y en el segundo, hay una única hipoteca con la mera distribución de responsabilidad entre ellas a efectos de terceros, que exige el artículo 119 de la Ley Hipotecaria. Que se comprende que lo único que no cabe hacer es no optar por uno de los dos enfoques posibles y mezclar dos construcciones hipotecarias antitéticas. 3. En cuanto a los dos efectos agrupados en el apartado 3.º de la nota de calificación, resulta también claro que el recurrente no los ha entendido: A. El primero de ellos se obviaría con sólo perfilar la cláusula séptima de la escritura del presente recurso con el siguiente añadido o similar: "dejando en cualquier caso a salvo lo preceptuado en el artículo 112 de la Ley Hipotecaria", y B. El segundo defecto consiste en la vulneración del principio hipotecario de especia-

lidad o determinación que encierra una cláusula, la condición novena de la escritura calificada, que prevé el vencimiento anticipado *ad libitum creditoris* de la obligación garantizada y, por ende, de su accesoria hipoteca. Frente a ella basta oponer lo declarado por la Dirección General para cláusula similar en los fundamentos de derecho número 5 de las dos Resoluciones citadas en la nota.

Ya he dicho antes que hubiera preferido no leer las magníficas páginas sobre todas las posibilidades fraudulentas de estos títulos al portador. Conllevan inevitablemente un cierto complejo de culpa, además innecesario pues el mérito del informe estriba en llevar a sus últimas consecuencias las afirmaciones del emittente; no trata de desbrozar lo sospechado, sino aplicar asépticamente la normativa legal a la fórmula de emisión que el compareciente adopta al ampararse en el artículo 154 de la Ley Hipotecaria.

5.—*El Auto del Presidente del Tribunal Superior de Justicia*.—El Presidente del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Valenciana revocó la nota del Registrador en lo referente al apartado a) del primer defecto y la confirmó en cuanto al resto, fundándose en las razones aducidas por el recurrente y el señor Registrador, respectivamente.

En honor a la verdad hay que decir que el resumen que se hace en el B.O.E. del Auto, cuyo contenido íntegro he podido conocer, es excesivo, pues lo cierto es que sobre los defectos segundo y tercero de la nota de calificación no llegó a pronunciarse.

La solución del Presidente fue salomónica hasta la ejecución, dejando al supuesto partido en dos pedazos acaso incomprensibles por separado. En todo caso la línea divisoria pudiera establecerse al revés: toda emisión de obligaciones está sujeta a la ley de Sociedades Anónimas, pero no necesariamente a la Ley del Mercado de Valores. Luego volveremos sobre esto.

6.—*Los Fundamentos de Derecho de la Dirección General*.—FUNDAMENTOS DE DERECHO.—Vistos los artículos 4.º-1, 1.911, 1.925 del Código Civil; 2, 16, 22, 544, 545, 547, 550, 562, 565 y siguientes del Código de Comercio; 282 a 310 de la Ley de Sociedades Anónimas; 154, 155 y 156 de la Ley Hipotecaria; 247 del Reglamento Hipotecario; 76 del Reglamento del Registro Mercantil de 14 de diciembre de 1956; 87, 274 a 282, 351 y 353 del Reglamento del Registro Mercantil vigente; la Ley de 24 de diciembre de 1904, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas; la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, y las Resoluciones de 22 de enero de 1929 y 22 de marzo de 1988.

1. En el presente recurso se debate en torno a la inscribibilidad de una hipoteca constituida unilateralmente en garantía de tres títulos al portador en que se representan tres obligaciones del emittente por importe de 4.000.000 de pesetas cada una, que quedan identificadas en la escritura correspondiente —otorgada el 25 de abril de 1989— y en la que el emittente manifiesta que las negociará o pondrá en circulación cuando lo considere oportuno.

Son tres los defectos apreciados por el Registrador en su nota de calificación y recurridos por el interesado. El auto del excelentísimo señor Presidente, ahora también recurrido, sólo decide sobre el primero de ellos para atender que no existe el defecto en cuanto a su apartado a) (aplicabilidad por analogía de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, a la emisión acordada por particulares) y que debe ser confirmada en cuanto a su apartado b) (aplicabilidad de los artículos 26 y 29 de la Ley del Mercado de Valores, en cuanto no requieran desarrollo reglamentario). Como el particular recurrente había impugnado los tres defectos y como, además, en su escrito de recurso ante este Centro Directivo, entre otros extremos da por reproducidas “las consideraciones que se hicieran” en el escrito

de recurso inicial, resulta obligado ahora tener por impugnados los tres defectos, con exclusión del extremo *a)* del defecto 1.º, porque, revocado por el auto apelado no ha sido impugnado por el señor Registrador.

2. La emisión de obligaciones se articula en nuestro ordenamiento en función de la finalidad específica a que responde: Ordinariamente la obtención de un cuantioso préstamo, mediante el recurso directo al ahorro público. Se trata de una oferta negocial única, dirigida a una pluralidad de personas y de ahí el fraccionamiento en valores homogéneos integrantes de una misma serie. La suscripción de las obligaciones implica para cada obligacionista la ratificación plena del contrato de emisión. Desembolsado el importe respectivo y entregados los valores representativos de las obligaciones queda perfecta la operación. Pero cada obligacionista no adquiere una posición totalmente autónoma, sino que, en armonía con la unidad global de la operación, adquiere una posición mixta, integrada por facultades crediticias de actuación individual y por la facultad de participar en la actuación colectiva del conjunto de los obligacionistas en defensa de los intereses comunes, con el consiguiente sometimiento a las decisiones comunitarias. Sea cual sea el emiteente, la emisión de obligaciones es una operación, en sí mercantil (cfr. art. 2.º, 2, del Código de Comercio) aunque escasamente regulada por el Código de Comercio. La omisión ha sido suplida, en cuanto a la emisión acordada por sociedades anónimas o por otras personas jurídicas, por la legislación especial que, sin embargo, no se refieren a los casos marginales de emisión de obligaciones hechas por particulares. La emisión hecha por particulares estará regida por las normas mercantiles que regulan directamente la emisión de obligaciones, sin consideración al sujeto emiteente, como ocurre, por ejemplo, con las que regulan los títulos a que están incorporadas las obligaciones, con las disposiciones generales aplicables a los actos o a las obligaciones mercantiles, o con las reglas sobre prescripción. Más en particular, estará regida por las normas específicas de la emisión por particulares (cfr. arts. 21-10 en la redacción vigente a la sazón, 547, 550, 562, 565 y concordantes del Código de Comercio y 76 del Reglamento del Registro Mercantil, también en la redacción entonces vigente). Pero no cabe excluir la aplicación de las prescripciones que la legislación especial establece para la emisión de obligaciones por sociedades anónimas o las sociedades de otro tipo u otras personas jurídicas cuando las normas no vengán determinadas por la especial naturaleza de la entidad emiteente sino por la necesidad de proteger especialmente ya a los adquirentes en el mercado de valores, de las obligaciones ya a los demás acreedores de la sociedad o persona emiteente y, en particular, la inscripción obligatoria en el Registro Mercantil. Así lo ha entendido el nuevo Reglamento del Registro Mercantil que da por supuesto que a la emisión de obligaciones hecha por persona física son aplicables las normas relativas a la emisión de obligaciones realizada por cualquier persona jurídica (cfr. art. 87-7.º, en relación con los arts. 274 y siguientes). Más directamente, el artículo 351-8.º, al expresar los datos esenciales que han de comunicarse al Registro Mercantil Central (y que, después, han de publicarse en el *BORME*), viene a exigir, por remisión al artículo 353, "la fecha e importe de la emisión, así como la identidad del Comisario". Nótese que en relación a esta aplicabilidad general de las normas sobre emisión de obligaciones el nuevo Reglamento no podría innovar sino atenerse al derecho establecido.

3. Entrando ahora en la cuestión planteada, es indudable que si en el caso presente estuviéramos ante una emisión de obligaciones también aquí la necesidad de proteger en el mercado de valores los intereses de los futuros inversores, impondría la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de

los proyectos de emisión, con publicidad de los mismos, el registro en aquélla de un folleto informativo de la emisión y la existencia previa de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor en los términos que se desprenden de los artículos 26 y concordantes de la Ley del Mercado de Valores y en la medida en que no se exija desarrollo reglamentario de estos preceptos. Por tanto, habría que confirmar el auto aprobado en cuanto en él se sostiene esta doctrina para negar la inscripción.

4. Pero una calificación más atenta de la escritura de emisión exige excluir, en el presente caso, estamos ante un supuesto típico de emisión unitaria de una serie de obligaciones comprensiva de valores negociables homogéneos. En rigor, estamos ante tres casos de emisión individual de títulos al portador, entre sí independientes y cada uno con su propia y distinta garantía: La hipoteca que garantiza cada título habría de recaer, respectivamente, sobre un inmueble distinto. No es obstáculo para esta calificación la conexión puramente formal de haber sido creados los títulos en una misma escritura pública y que el crédito en ellos documentado coincida en sus condiciones.

No es necesario decidir ahora si contra el rigor legal que limita el número de los tipos de títulos valores que una persona puede introducir en el mercado, tendrá cabida un documento al portador que incorpora un crédito y que no es ni letra de cambio, ni pagaré, ni cheque, pues, en cualquier caso, no es posible la constitución unilateral de una hipoteca en garantía de un crédito individual que todavía no existe como tal mientras el título siga en poder del emitente. Aceptarlo significaría violentar la prohibición general de la hipoteca de propietario, quedando el arbitrio de éste, favorecer con la garantía a cualquier obligación futura, de momento absolutamente indeterminada contra las exigencias del principio de especialidad, aun entendido éste con la flexibilidad que impone la admisión de las hipotecas de seguridad. Máxime si se pretende que el crédito goce de prelación en función de la fecha de la emisión global pues, entonces, con el carácter de *jus cogens* de las normas sobre prelación de créditos, vendría a ser el deudor el que decidiría qué acreedor gozará de la prelación hipotecaria.

El Registrador en el defecto 2.º se ha limitado a acusar la contradicción de la escritura que en una de las condiciones habla de que se constituye "hipoteca", en singular, para responder del principal (es decir, del total emitido); y en otra de las cláusulas se precisa que cada una de las tres fincas responde sólo de la obligación representada por el título valor que se determina. Existe ciertamente la contradicción, aunque de modo más genérico, porque en la escritura se habla de emitir obligaciones que constituyen una única serie cuando, como ya hemos dicho, se trata de emisión de obligaciones individualizadas. Por lo que el defecto, debe ser confirmado, haciéndose inútil entrar en el tercer defecto.

Esta Dirección General ha acordado denegar la inscripción y confirmar el defecto 2.º de la Nota de calificación.

Lo que, con devolución del expediente original, comunico a V. E. para su conocimiento y demás efectos.

Madrid, 5 de noviembre de 1990.—El Director general, *Antonio Pau Pedrón*.

Excmo. Sr. Presidente del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Autónoma de Valencia.

(BOE, de 10 de noviembre.)

La sustancia del recurso llega a la Dirección tan falta de contenido que ésta se ve obligada a condimentarla de nuevo. Con pretexto tan sutil y endeble como ingenioso retoma el asunto desde sus orígenes y monologa consigo misma el debate que nos habíamos negado; "... resulta obligado ahora tener por impugnados los tres defectos, con exclusión del extremo a) del defecto 1.º, porque, revocado por el auto apelado no ha sido impugnado por el señor Registrador" (fundamento 1).

Poco le importa a sus fines prescindir del formalismo del recurso gubernativo (arts. 112 y ss. R.H.), poco le importa aplicar normativa posterior a la escritura calificada, a la nota de calificación y aún al Auto del Presidente del Tribunal Superior de Justicia, y poco le importa incluso contradecirse a sí misma dedicando el larguísimo fundamento 2. de derecho a tratar el extremo a) del defecto 1.º de la nota de calificación, inmediatamente después de haberlo excluido, como hemos visto, de la impugnación.

Así pues la Dirección está sentando deliberadamente doctrina. Desconozco el *nomen iuris* que pudiera aplicarse a esta Resolución-Instrucción, pero tanto empeño no puede quedar reducido a la categoría de *obiter dicta*. No son en ningún caso afirmaciones incidentales sin trascendencia para el fallo, son el fallo.

Por ello el grave error de esta Resolución es no haber sido congruente consigo misma, no haber sido consecuente hasta el final con su posicionamiento previo, absolutamente encomiable, y acabar concluyendo en un aséptico "denegar la inscripción y confirmar el defecto 2º de la Nota de calificación", totalmente inexplicable.

Porque los amigos de descubrir al asesino sin leer la novela, que son legión, andan perplejos sobre la unicidad o pluralidad de hipotecas; porque los Registradores de la Propiedad, entre ellos el causante del guiso que se ha cocido, parecen impelidos a aplicar al mismo un sentido muy propio (7) pero muy escasamente jurídico; y porque a la postre, y aunque la Dirección diga otra cosa, no confirma el defecto 2.º de la Nota de calificación, que para el Registrador se resolvía (véase su informe) con un documento que aclarara si existía o no asignación de finca hipotecada a cada uno de los títulos, y que la Dirección reconduce, arguyendo con el género y no con la especie (fundamento 4. *in fine*), nada menos que a la bilateralidad en la constitución de la hipoteca.

Por tanto pretenden estas líneas simplemente resaltar estos aspectos sobre los que la Dirección está sentando deliberadamente doctrina, y sólo en cuanto doctrina jurisprudencial guía de navegantes.

III. NATURALEZA DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

La emisión de obligaciones es un negocio complejo o más exactamente un largo iter hasta la perfección del negocio; porque en ese camino se destacan dos momentos claves, precisamente las sendas expresiones de voluntad de las partes del negocio; como dice la Dirección "la oferta negocial única" y "la suscripción de las obligaciones que implica para cada obligacionista la ratificación plena del contrato de emisión" (fundamento 2).

Conocida es la división de nuestra doctrina en dos tendencias. La que configura la escritura de emisión como un contrato en el que la bilateralidad se consigue con la presencia del Comisario que representa a los futuros obligacio-

(7) El olfato, según expresó JUAN REY en la Mesa Redonda citada.

nistas (GARRIGUES-URÍA), y la que la entiende como mera expresión del acuerdo del emitente respecto del que el Comisario ejerce facultades fiscalizadoras (RUBIO-GIRÓN). Sin embargo más importancia que esta disputa sobre el papel del Comisario, tiene la unanimidad en la configuración de la emisión de obligaciones como negocio de adhesión.

El art. 117 de la L.S.A. de 1951 (hoy 287 T.R.) establece: "La suscripción de las obligaciones implica para cada obligacionista la ratificación plena del contrato de emisión y su adhesión al Sindicato", y aunque encontremos en su texto dificultades terminológicas, aunque pensemos como hace GIRÓN que la palabra "ratificación" —que, es indudable, huele a representación— se usa para evitar la repetición con la de "adhesión" que utiliza inmediatamente, el precepto es suficientemente expresivo de la insoluble unidad entre los títulos que se suscriben, el negocio unilateralmente ofrecido que se acepta y la propia autolimitación del acreedor por su incorporación a un grupo colectivo. Analicemos separadamente estas tres circunstancias.

1.—La escritura de emisión —se conciba unilateral o bilateral— es expresión de la oferta del negocio. Se acepte éste o no, lo cierto es que no creo que pueda reducirse la escritura a mero acuerdo de voluntad, orgánico en su caso. Contiene en sí todo el negocio susceptible de adhesión.

"La emisión de obligaciones se articula en nuestro ordenamiento en función de la finalidad específica a que responde: Ordinariamente la obtención de un cuantioso préstamo, mediante el recurso directo al ahorro público" (fundamento 2). Cae la Dirección en cierto contrasentido teórico, del mismo modo que la generalidad de nuestra doctrina, porque "ordinario" y "específico" son términos contradictorios. De manera habitual se viene en concebir la emisión de obligaciones como operación de gran envergadura, "financiación capilar o drenaje de capitales" (8), de sustancial cuantía que obliga a apelar al público indeterminado; y sin solución de continuidad se viene a admitir su utilización para sustituir deudas anteriores (conversión de acreedores ordinarios en obligacionistas) o para cualquier operación de pago (p. ej. el precio de adquisición de determinados bienes) (9). El argumento lo proporciona la misma L.S.A. en su art. 282 T.R.:

(8) Con estas expresivas palabras quería dar idea ANGULO RODRÍGUEZ de la importancia económica y de la multiplicidad de acreedores como notas características de la emisión de obligaciones (*La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, Zaragoza 1968). También JOSÉ IGNACIO DE ARRILLAGA hablaba de la "importancia económica" del préstamo obligacionista; y definía las obligaciones como "títulos de crédito, uniformes, negociables e indivisibles, emitidos en masa por una empresa mercantil o industrial que representan fracciones iguales de un préstamo importante, a largo plazo, y que confieren a su titular derecho al cobro de intereses y al reembolso de su valor, nominal cuando menos, en época determinada" ("Emisión de obligaciones y protección de los obligacionistas", Madrid 1952). Respecto de la contradicción que se apunta en el texto, ver cita de estos autores en nota siguiente.

(9) En este sentido ANGULO RODRÍGUEZ (*ob. cit.*): "Cualquier relación de la que deriva un débito puede ocasionar una emisión de obligaciones y en el caso de que se trate de un débito anterior, la emisión de obligaciones supondrá una novación objetiva". ARRILLAGA (*ob. cit.*): "no existiendo prohibición alguna de que la emisión de obligaciones obedezca a la finalidad de satisfacer el importe de bienes, obras, trabajos, etc., debemos admitir que es perfectamente válida la emisión hecha para responder a deudas de esta especie". RUBIO ("Curso de Derecho de Sociedades Anónimas", Madrid 1964): "el artículo 117 LSA alude ya a una doble modalidad: por suscripción pública o directamente con un grupo de personas o entidades"; y también: "la naturaleza de este negocio de emisión y suscripción dependerá en cada caso

“obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda”, expresivo de la doble posibilidad deuda futura, deuda pasada, que se corresponde con la doble posibilidad de puesta en circulación de los títulos, art. 286 T.R.: “suscripción o introducción en el mercado”.

Importa resaltar esta circunstancia, aunque luego se haya de volver sobre ella cuando se trate del paralelismo de las emisiones realizadas por particulares. La L.S.A. no establece regímenes distintos según la naturaleza pasada, presente o futura de la deuda, ni tampoco por razón de su cuantía. El régimen normativo es idéntico en todo caso. No se debe tildar de absurda a la Ley por ello, sino a aquéllos que recurren al tipo fijado por el legislador para emisiones cuya cuantía no justifica entramado tan complejo o cuya naturaleza se acomoda mejor a otros tipos también previstos por el legislador.

Por otra parte esta pluralidad de presupuestos que admite la emisión de obligaciones nos debe hacer meditar sobre lo que en ella haya de típico. No hay duda de que el resultado final, sea directamente o por vía de renovación contractual en caso de venir a atender deudas anteriores, se ajusta a un esquema legal y en este sentido típico, para el que, si queremos apoyarnos en categorías conocidas y asentadas, el préstamo aparece como modelo innegable. “Forma especial de préstamo mercantil” es la calificación que realiza la Exposición de Motivos de la L.S.A. de 1951, y no debe pasar desapercibido, ahora que queremos hablar de las emisiones realizadas por particulares, la atribución de mercantilidad expresa a un préstamo que pudiera no reunir las circunstancias que el C. de Co. exige para reputarlo tal, (esto es: 1.^a Si alguno de los contratantes fuera comerciante. 2.^a Si las cosas prestadas se destinaren a actos de comercio, art. 311).

Ahora bien el esquema legal del resultado no sirve para llenar de contenido a un negocio tan plural. En definitiva la escritura de emisión debe reflejar la razón de creación de las obligaciones, esto es, si corresponden a una deuda que se crea o una deuda que se cubre, así como las demás circunstancias que conforman el negocio a cuya adhesión se llama, como el régimen de circulación de los títulos y el plazo y condiciones de suscripción y amortización. Esto que parece evidente no lo resulta tanto de la lectura de las escrituras de emisión realizadas por particulares en las que el silencio sobre la causa, tema no discutible para nadie (art. 1.277 C.C.), se utiliza como pretexto para silenciar toda la relación negocial. Los títulos de éstos no llaman tampoco a la adhesión a un negocio que no se expresa sino a la transmisión de sí mismos como absolutamente completos. Aunque quizá esté adelantando cuestiones posteriores como es si los particulares pueden crear títulos-obligaciones que a las personas jurídicas están vedados.

No puede reducirse la escritura de emisión a un simple acto creador de títulos más o menos inconexos, bienes muebles que el emitente-propietario puede en cualquier tiempo transferir mediante precio, atribuyendo al adquirente la posibilidad de reclamar una prestación pecuniaria precisamente de su transmitente. Compraventa pues de créditos abstractos, que en todo caso pudiera concebirse al margen del negocio de emisión de obligaciones regulado por nuestro derecho positivo. “No otro sentido tiene el número 2 del art. 116 —decía URÍA

de la que deba atribuirse a la operación de crédito a que responda (suscripción pública, aplazamiento de pago derivado de compromisos anteriores, contraprestación de obras o servicios, e incluso conversión de dividendos)”, y DUQUE (Voz: “Obligaciones de sociedades” en Nueva Enciclopedia Jurídica Seix): “la entrega de títulos de una emisión puede tener lugar sobre la base de causas distintas”.

inmediatamente después de la publicación de la L.S.A. de 1951— (10) cuando exige que en la escritura de emisión se haga constar la fecha y plazo en que debe abrirse la suscripción; es decir la fecha a partir de la cual puede recaer la ratificación, y plazo durante el cual la suscripción ha de estar abierta al público”.

Hoy el art. 275 R.R.M. cierra el círculo imponiendo que “agotada la suscripción de las obligaciones o transcurrido el plazo previsto al efecto se hará constar al margen de la inscripción de la emisión la suscripción total o el importe efectivamente suscrito”.

Ni aún cuando se admitiera que el plazo indefinido es verdadero plazo, extremo harto dudoso, consagrándose en nuestro derecho la venta “au robinet”, al arbitrio del emitente, ahora abro ahora cierro, podría deducirse de ello la existencia de créditos abstractos, pues de ningún modo los títulos podrían desconectarse del negocio de emisión, ni dejar de representar partes alicuotas de un crédito cuyo carácter colectivo impone a los adquirentes la automática incorporación a un Sindicato “a medida que vayan recibiendo los títulos o practicándose las anotaciones” (art. 295 T.R.S.A.).

No hay acto de creación sino negocio de emisión. Ya veremos la influencia de esta concepción en la naturaleza de la garantía constituida. Bástenos ahora recordar la crítica que hacía D. Jerónimo González a la teoría de la creación con un ejemplo elemental: “si las obligaciones cuyo lanzamiento se ha previsto son negociadas por una equivocación del cajero o por delito imputable a un empleado habría que reconocer la validez de la negociación y la transmisión de la hipoteca” (11).

2.—“Desembolsado el importe respectivo y entregados los valores representativos de las obligaciones queda perfecta la operación” (fundamento 2).

En los últimos párrafos del punto anterior eran palpables las dificultades, deliberadamente soportadas, para tratar en apartados separados las cuestiones relativas a la “emisión” y las relativas a los “títulos”, lo que debe arrojar alguna luz sobre su íntima unión en un entramado, cuyos componentes, quizá desgajables, en ningún caso pueden entenderse aislados.

Esta comunión se explica unánimemente por la doctrina acudiendo a un principio básico en la teoría de los títulos-valores: la literalidad. Así se dice que el título-obligación es un título insuficiente o imperfecto, de literalidad incompleta o de reenvío, en cuanto que las obligaciones vienen conectadas a la emisión por la propia mención de ésta en el texto de aquéllas. Así ANGULO (12) entiende que las obligaciones son títulos incompletos “porque incorporan un derecho cuyo contenido se determina por elementos exteriores al título mismo, como es el contrato de emisión”. Y ARRILLAGA (13) que la obligación no es título abstracto

(10) RODRIGO URÍA “La emisión de obligaciones en la nueva LSA”, Conferencia pronunciada en el Colegio Notarial de Barcelona, 1953.

(11) D. JERÓNIMO GONZÁLEZ, “La hipoteca de seguridad”. Conferencia pronunciada en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación el 10 de abril de 1920, recogida en *Estudios de Derecho Hipotecario y Derecho Civil*, Madrid 1948. Las citas de D. JERÓNIMO, siempre fundamentales, tienen en este caso especial relevancia, porque URÍA (*ob. cit.* en la nota anterior) se lamentaba de que aquél no hubiera podido ver publicada su gran obra: nada menos que el título de la recién nacida LSA relativo a la emisión de obligaciones, pues dicho título no había sufrido prácticamente modificación sobre el texto del Anteproyecto que había sido redactado por D. JERÓNIMO GONZÁLEZ.

(12) ANGULO RODRÍGUEZ, *ob. cit.*

(13) ARRILLAGA, *ob. cit.*

sino causal “que va ligado al contrato del que deriva y se rige fundamentalmente por las notas del mismo”.

Tan sólo RUBIO (14) acaso en apoyo desmedido de su tesis sobre la emisión como acto unilateral, elude la configuración como títulos causales de las obligaciones —que hacen abstracción del negocio de emisión— y acude para su tutela a lo que resulte del tenor propio del documento; si bien configura inmediatamente al Sindicato de obligacionistas como una “cotitularidad de derechos de crédito a los que la ley impone forzosamente un tratamiento uniforme”, lo que se compadece mal con una perspectiva de individualidad abstracta.

“La consecuencia jurídica más importante de la referencia que hacen los títulos al negocio de emisión es que permite oponer a los terceros excepciones derivadas de este negocio de emisión al que se vincula expresamente el propio título documento” (OTERO) (15).

No obstante esta explicación de una dualidad enlazada internamente por el cordón umbilical de sus recíprocas referencias pudiera tener una razón más sencilla de ser en sus propias limitaciones físicas.

Podríamos tratar de aplicar al título-obligación la doctrina más moderna y elaborada sobre la naturaleza jurídica del título-valor por excelencia, la letra de cambio. CÁNDIDO PAZ ARES (16) se adscribe a la teoría dualista en cuanto la letra supone la creación de una nueva obligación, si bien en la relación inter partes esta nueva relación se halla causalizada por la relación subyacente —causalización que explica siguiendo a Ferrara acudiendo a la “instrumentalidad de la relación cartular respecto de la relación fundamental”—. No hay inconveniente, ni teórico ni práctico, en reconocer doble naturaleza a la letra de cambio puesto que las obligaciones no pertenecen al mundo de las cosas, sino que son expresiones que compedian los efectos jurídicos que la ley anuda a un determinado hecho, y “por tanto no es incongruente afirmar que dos situaciones jurídicas (la obligación cambiaria frente a la parte y frente a tercero) tengan una naturaleza distinta cuando distinta es la disciplina que las regula. Mas bien lo que resulta incongruente es postular lo contrario; esto es, sostener que las dos situaciones tienen la misma naturaleza cuando su régimen jurídico es diferente”.

En cambio en el título-obligación no se entiende esa doble naturaleza porque no hay dualidad de relaciones jurídicas. El título-obligación no se independiza de la emisión porque es la emisión; es la parte alícuota de la deuda que el emitente quiso contraer. Es la deuda repartida en múltiples documentos que faciliten su circulación. La referencia al contenido negocial por vía de mención en el texto documental no es más que un expediente técnico que resuelve un problema de espacio físico.

Ya lo entendía así VICENTE Y GELLA en la obra señera de los títulos de crédito (17): “... las modalidades de los préstamos mediante emisión de obligaciones no suelen hacerse constar totalmente sobre los mismos títulos lanzados al mercado; en éstos se consigna, por lo común, una simple referencia al contrato original, al instrumento público en que se formalizó la emisión o al asiento del

(14) RUBIO, *ob. cit.*

(15) JOSÉ MANUEL OTERO LASTRES, “Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y ss LSA a los pagarés de empresa”, en *La Ley*, 1985, núm. 1148, 8 de marzo de 1985.

(16) CÁNDIDO PAZ ARES, “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, en *Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, bajo la dirección de AURELIO MENÉNDEZ, Madrid 1986.

(17) VICENTE Y GELLA, “Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo”, Zaragoza 1942.

Registro Mercantil en que fue registrada; de otro modo los documentos de crédito aludidos necesitaría una extensión material desmesurada para poder contener la totalidad de las cláusulas que les afectan". Y añade "el título de crédito que no sea por sí sólo suficiente para el ejercicio del derecho consignado en su texto, debe contener las indicaciones precisas sobre los documentos complementarios, y éstos habrán de ser de tal condición que se hallen en principio a disposición de cualquier interesado para que pueda tener conocimiento de ellos. La inscripción en los Registros de Comercio suele ser el procedimiento de publicidad acogido por las legislaciones positivas".

Por ello la transmisión que realiza el suscriptor de su título no genera en el adquirente ninguna adquisición *ex novo*, ni implica para el deudor (emite) ninguna relación jurídica nueva o distinta de la que le ligaba con el antiguo acreedor. Se trata de una mera sustitución de acreedor más por vía de cesión de crédito que de subrogación, cuya naturaleza y efectos pueden explicarse acudiendo a la teoría general, mejor que a las a veces complicadas elucubraciones en torno a los títulos valores.

Porque en efecto la propia incorporación del crédito a un título al portador posibilita su transferencia sin necesidad de notificación al deudor quien quedará obligado sin ese requisito para con el nuevo acreedor (art. 347 C. de Co.), sin que pueda ya oponer a éste las excepciones personales que le hubieran podido corresponder contra el acreedor cedente (art. 1.198 C.C.). El consentimiento del deudor a la cesión del crédito viene implícito en su decisión de incorporarlo a un título al portador.

Lo que ocurre es que a diferencia de las obligaciones, los títulos-obligaciones sí pertenecen al mundo de las cosas. No vamos a entrar ahora en su naturaleza real, en su configuración jurídica como bien mueble sujeto a la teoría general. La posesión de los bienes muebles, adquirida de buena fe, equivale al título, (art. 464 C.C.). Lo que sí quiero destacar es que es un aspecto, a pesar de todo, demasiado olvidado por la doctrina mercantilista, y que buena parte del valor del título y de la constricción del deudor tienen aquí su sede, lo que dota al título-valor de un cierto aire de "abstracción causal" que ha generado no pocas complicaciones. (Una nueva persona aparece en escena: el propietario desposeído. Es a él y no al deudor a quien corresponde ejercer la reivindicatoria) (18).

No quisiera dejar este punto sin hacer el esbozo de dos temas trascendentales, cuyo estudio aún queda por hacer:

a) La referencia en los títulos de la "fecha de la escritura de emisión y la designación del Notario y protocolo respectivo" e incluso de las "garantías de la emisión" (art. 291 T.R.S.A.) no nos resuelve completamente el problema del régimen jurídico negocial de aquéllos. Nos falta por fijar el valor de la escritura, el valor de la inscripción en el Registro Mercantil y en el de la Propiedad, y el valor de la publicidad mediante folletos cuando la emisión esté sujeta a la normativa del Mercado de Valores. El tema parece doctrinalmente abandonado y excede de estas líneas, pero supongo que si hubiera de desarrollar las de mi pensamiento atenderían por una parte al valor intrínseco de las respectivas instituciones —la escritura fija el ámbito negocial privado; el Registro Mercantil

(18) Lo que se percibe como nueva limitación de "excepciones" para el deudor, ya que la tutela jurídica no radica en ellas, sino en el ejercicio de "acciones". V. GARRIGUES: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, pág. 638.

publica ese ámbito para que pueda ser conocido o al menos no ignorado por terceros; el Registro de la Propiedad certifica la existencia y contenido de la garantía; el folleto informa de la oferta que el emisor hace al público— y por otra a la distinción entre suscriptores, llamados por la oferta pública, y posteriores adquirentes (19).

b) La entrega de los títulos perfecciona la operación indicada, según nos dice la Dirección, pero no altera la esencia crediticia en que aquélla consiste. Verdaderamente sería bueno volver a razonar sobre los aspectos reales y consensuales del contrato de préstamo en un momento en que la práctica totalidad de las escrituras de hipoteca remiten la entrega del dinero a un momento posterior, normalmente el de la propia inscripción de la hipoteca unido a la libertad de cargas de la finca en tal momento; o bien se adoptan recursos jurídicos de dudosa consistencia, como es el depósito irregular en el propio Banco del dinero prestado o la ingenua afirmación de que un capital igual al del importe del préstamo se ingresa en el propio Banco acreedor en cuenta especial de disposición condicionada.

Tales complicaciones jurídicas no pueden oscurecer la sencillez elemental del tema. Como escribía D. Jerónimo González (20) “cuando constituyo una hipoteca en garantía de un préstamo de cantidad, que no he recibido, establezco un gravamen sin que todavía exista la obligación, porque sólo si recibo el dinero es cuando surge la de devolverlo”. Problemas distintos son el rango registral y la fecha del débito, extremos en los que no vamos a entrar aquí.

La existencia de los títulos no debe modalizar la teoría general de todo préstamo. El rango registral de la garantía puede proceder al crédito. La obligación

(19) Tan sólo FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA (*Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona, Bosch 1988), se ocupa de pasar del tema en su Addenda inicial en el que se refiere a las recién publicadas Ley del Mercado de Valores y Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, creyendo advertir en la primera una cierta contradicción entre el artículo 28,2 con arreglo al cual la entidad emisora de los valores no podrá oponer, frente al inversor de buena fe, hechos o derechos derivados de las auditorías de cuentas y de los documentos que acrediten las características de los valores o relativos al procedimiento de colocación que no consten en el folleto informativo; y el artículo 9 párrafo 4 que establece que el emisor sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por títulos. Quizá la contradicción pueda resolverse, en el plano esquemático de ambos preceptos, atendiendo a que el primero piensa en los suscriptores llamados mediante el folleto, y el segundo piensa en la posterior circulación de los títulos. Ningún bagaje para resolver el problema que se dice en el texto; la LMV se desentiende literalmente de las excepciones que correspondan a los valores representados por títulos, y en cuanto a las anotaciones en cuenta introduce un nuevo elemento a barajar con los cuatro citados en el texto: el Registro Contable de Anotaciones en Cuenta (sobre éste debe verse el trabajo de JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO en *RCDI* núm. 593, julio-agosto 1989). Incluso sería concebible un problema de contradicción de sendas publicidades registrales. Aunque no parece que este tema se conciba en ALONSO (*ob. cit.*, págs. 171 ss) que trata el tema de la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil como un problema de “documentación de acuerdos”; así, desconociendo el valor de la publicidad registral se ve obligado a añadir nuevos elementos a componer, recurriendo a una publicidad indefinida y de incierto contenido: si las modificaciones de la emisión afectan a la literalidad de los títulos “será preceptiva su publicidad suficiente para hacer oponibles a terceros las condiciones modificadas”.

(20) D. JERÓNIMO GONZÁLEZ, “La hipoteca de seguridad”, *cit.*

de devolver solo existe desde que se ha recibido. La falta de entrega de los títulos no impide el nacimiento de tal obligación.

3.—“Pero cada obligacionista no adquiere una posición totalmente autónoma, sino que en armonía con la unidad global de la operación adquiere una posición mixta, integrada por facultades crediticias de actuación individual y por la facultad de participar en la actuación colectiva del conjunto de los obligacionistas en defensa de los intereses comunes, con el consiguiente sometimiento a las decisiones comunitarias” (Fundamento 2).

Lo que importa no es tanto destacar la integración de los obligacionistas en un Sindicato, que, mírese su naturaleza como se quiera, es una fórmula de organización de una pluralidad de personas, sino la situación de cotitularidad crediticia que requiere de aquélla.

No interesa detenerse ahora en el análisis de la posible actuación individual y la necesaria actuación conjunta. Es curioso que implantado el Sindicato en 1951 como máxima expresión del socorro del obligacionista desamparado en su soledad frente a la omnipotencia del hábil y escurridizo emisor, se trasladaran a él todos los males imputados a este último (21). Parece como si la vocación del Sindicato fuera entorpecer a los obligacionistas la percepción de sus derechos.

No voy a extenderme en ello; en todo caso la mayor protección que el acreedor encuentra en la organización colectiva se tiene que traducir necesariamente en pérdida de soberanía crediticia, que afecta, como no podía ser de otro modo, a la naturaleza del crédito que ostenta contra el deudor —o más exactamente, como la pescadilla que se muerde la cola, es el resultado inevitable de su naturaleza de parte alicuota— y por ende a la propia naturaleza de la hipoteca que lo garantiza.

Hemos analizado por separado los tres aspectos esenciales: la escritura de emisión, los títulos y la pluralidad organizada del sindicato para percibir que forman un conjunto armónico no disgregable. Veamos ahora su obligada incidencia sobre una hipoteca que se define como garantía accesoria.

IV. NATURALEZA DE LA HIPOTECA EN GARANTIA DE EMISION DE OBLIGACIONES

Vistas así las cosas —este entramado no desgajable en que debe concebirse la emisión de obligaciones— parece anómalo entender la hipoteca en su garantía como referida en exclusiva a uno de sus componentes, esto es hipoteca en garantía de títulos, o, en alguna manera, en garantía de créditos abstractos en cuanto al documento representativo de la obligación sería asumible o adaptable a cualquier situación de crédito-deuda.

El problema de tal entendimiento no debe sin embargo centrarse en el art. 150 L.H. cuando dispone que “el derecho hipotecario se entenderá transferido con la obligación o con el título”, lo que no hace sino resaltar aún más si cabe la accesoriidad que liga la hipoteca al crédito, y que nos obligará a meditar más tarde si es concebible la disociación del crédito en hipotecario por un lado y tabular por otro (cual es el resultado de la hipoteca en garantía de relación

(21) Puede verse además de las *obs. cits.*, de ARRILLAGA y ALONSO ESPINOSA, APARICIO

subyacente representada por letras de cambio). Aquel precepto destaca que cuando el crédito queda incorporado, por ser normativamente admisible a un título transmisible por endoso o al portador, la determinación del titular de la hipoteca se produce extrarregistralmente; puede hablarse de derecho subjetivamente real en cuanto la posesión del documento legitima para el ejercicio del derecho hipotecario. Sin embargo este precepto nada resuelve sobre la naturaleza de la hipoteca, se limita a establecer, inevitablemente por otra parte, la forma de señalar a su titular.

Donde sí puede hallarse el gozne que haga presentarnos una u otra faz a nuestra hipoteca en garantía de emisión de obligaciones está en el art. 155 L.H. cuando dice en su segundo párrafo: "En el caso de existir otros títulos con igual derecho que los que sean base de la ejecución, habrá de verificarse la subasta y la venta de las fincas objeto del procedimiento, dejando subsistentes las hipotecas correspondientes al valor total de dichos títulos y entendiéndose que el rematante las acepta y se subroga en ellas, sin destinarse a su pago o extinción el precio del remante, en armonía con lo dispuesto en los artículos 131 y 135 de esta Ley, y quedando derogado lo que sobre este particular se establece en el artículo 1.517 de la Ley de Enjuiciamiento Civil". Párrafo que fuera gravemente criticado por GAY DE MONTELLA (22) diciendo que "confunde el concepto títulos con el concepto emisión y fragmenta la hipoteca que garantiza a ésta en tantas partes como títulos, con lo que da lugar al nacimiento de una hipoteca fragmentada...".

El derogado art. 1.517 L.E.C. disponía que "cuando se hubiera despachado la ejecución en virtud de títulos al portador con hipoteca inscrita sobre la finca vendida, si existieren otros títulos con igual derecho se prorrateará entre todos el valor líquido de la venta...".

La simple lectura de ambos preceptos da idea de la magnitud de la reforma. Para la L.E.C. la hipoteca garantiza la emisión, puesto que la ejecución de uno sólo de los títulos provoca el prorrateo de lo obtenido entre todos los tenedores, aunque no hubieran acudido a la ejecución. Para la L.H. cada título es autónomo, cada hipoteca por tanto también, y en teoría cabrán tantas ejecuciones como títulos.

En 1909 la reforma de la L.H. deroga indirectamente el sistema de liquidación de cargas en los procedimientos de ejecución establecido en los arts. 1.515 y 1.516 de la L.E.C., estableciendo el principio de subsistencia de las cargas anteriores o preferentes y purga de las posteriores o no preferentes que, aunque haya generado graves dificultades de entendimiento, también ha determinado el asentamiento del valor de la carga real. Este planteamiento se traslada por la misma Ley, quizá sin demasiada meditación, al tema de la emisión de obligaciones garantizada con hipoteca, como si de una pluralidad de cargas se tratara, lo que provoca, por accesoriedad invertida, la pluralidad de créditos. O una sola hipoteca para un solo crédito (la emisión). O múltiples hipotecas para múltiples créditos (los títulos). Si lo escrito sobre la naturaleza de la emisión es correcto esto último no se puede concebir.

La reforma hipotecaria provoca —en expresión de ARRILLAGA (23)— en el momento de remate y adjudicación judicial "un verdadero impasse en la reali-

(22) GAY DE MONTELLA, "La ejecución hipotecaria del artículo 155 LH y las sociedades civiles de obligacionistas". Cuestiones actuales de Derecho mercantil, monetario y bursátil. Colegio Notarial de Barcelona, 1944.

(23) ARRILLAGA, *ob cit.*

zación de los bienes hipotecados: el postor se echa atrás cuando sabe que de adjudicársele aquellos bienes debe responder del valor nominal de todos los restantes títulos de la emisión”.

Sin embargo esta afirmación en ARRILLAGA —cuyo libro se publica precisamente en 1952— resulta en extremo sorprendente, porque la L.S.A. de 1951 vino a derogar el art. 155 L.H. Tema este que ha merecido escasa atención; incluso la Dirección General cita en el Vistos dicho artículo sin asomo de perplejidad por lo complicado de su actual existencia. Veamos el proceso con cierto detalle.

La Disposición Adicional de la L.S.A. de 1951 dice: “El Gobierno constituirá por Decreto una Comisión Mixta de los Ministerios de Justicia, Hacienda e Industria y Comercio para estudiar y proponer cuáles de las disposiciones vigentes sobre sociedades anónimas habrán de continuar en vigor”.

No obstante la Disposición Final dice inmediatamente: “Quedan derogadas cuantas disposiciones se opongan a los preceptos de esta Ley...”.

El Decreto de 14 de diciembre de 1951 por el que se declaran vigentes determinadas disposiciones relativas a las sociedades anónimas, para dar cumplimiento a la indicada disposición adicional, estableció: “Artículo 1.º Quedan en vigor los preceptos aplicables a las sociedades anónimas contenidos en las disposiciones legales relacionadas en los cuatro grupos siguientes:

“TRES. Disposiciones de legislación común.

“C) Ley Hipotecaria.—Artículos 154 y 156, salvo en su aplicación a las sociedades anónimas regidas por legislación especial”.

Resulta absurdo pensar que la Ley Hipotecaria ha sido derogada menos sus arts. 154 y 156, salvo respecto de las sociedades anónimas regidas por legislación especial. Más razonable que, de los preceptos que están en contradicción (derogación tácita) con la nueva L.S.A. subsistirán los arts. 154 y 156, y aún con ello no respecto de las sociedades anónimas regidas por legislación especial.

Verdaderamente, manejando con soltura los términos de la dualidad (derogación tácita-vigencia expresa) pueden obtenerse curiosas combinaciones, pero el hecho cierto es que el silencio alevosamente perpetrado del art. 155 L.H., entre los dos únicos que se dicen vigentes, únicamente puede achacarse a voluntad expresa. Para el legislador dicho precepto “no podía coexistir al lado de la nueva L.S.A. por no resultar compatible con ella ni necesario o conveniente para el cumplimiento de sus fines” (de la Exposición de Motivos del Decreto de 1951).

No parece que esta no conciliación quepa referirla ni al primero ni al último de los párrafos del art. 155 L.H. El último porque se limita a establecer una salvedad en favor de “las Compañías de ferrocarriles y demás obras públicas y las de crédito territorial”, en alguna manera parecida a la misma salvedad que el Decreto de 1951 realiza respecto de la legislación especial.

La derogación del primer párrafo del art. 155 L.H. implicaría razonablemente que los obligacionistas no podrían utilizar el procedimiento judicial sumario. A menos que entendamos que cuando dicho párrafo establece que “El procedimiento para hacer efectiva la acción hipotecaria nacida en los títulos, tanto nominativos como al portador, será el establecido en los artículos 129 y ss. de esta Ley...”, impone un procedimiento en exclusiva, con lo que es esta imposición la que queda sin efecto, abriéndose a los acreedores todo el abanico de posibilidades ejecutivas que las leyes consagran. O en resumidas cuentas que este primer párrafo no sólo contiene una norma superflua o tautológica —en cuanto los requisitos que establece se infieren sin dificultad de la normativa general del procedimiento—, sino además una norma estrictamente procesal cuya posible coexistencia con la nueva L.S.A. resulta a todas luces evidente.

No me cabe pues la menor duda de que el propósito del legislador fue derogar el transcrito párrafo segundo del art. 155 L.H. que provocaba la fragmentación de la hipoteca, quizá porque aún recordara la feroz crítica que GAY DE MONTELLA (24) le había hecho siete años atrás: “constituye tal como está concebido y redactado un obstáculo invencible y de consecuencias incalculables para los obligacionistas hipotecarios”, quienes quedaban por ello indefensos, concluyendo solemnemente que “si la masa obligacionista del mundo del ahorro, como reserva económica vital de las naciones no está defendida, la Nación misma sufre de esta indefensión”.

Así pues, la emisión no se fragmenta en créditos autónomos, ni la ejecución de la hipoteca viene ya a consagrarlos, pues sólo ay una deuda garantizada que es el total de la emisión. De alguna manera la hipoteca se sustrae a los avatares del título-obligación; éste no es más que el documento representativo de una cuota de un empréstito global que sólo en su globalidad está garantizado hipotecariamente. Si repasamos el articulado introducido por la L.S.A. de 1951 se comprobará que éste es el único entendimiento posible:

1.—El art. 114 (actual 284 T.R.): “la total emisión podrá garantizarse especialmente...”, lo que no debe mirarse tanto desde la perspectiva de la igualdad de los derechos de los acreedores, sino desde la delimitación del objeto de la garantía “la total emisión”, y sólo en cuanto integrantes de ella los derechos de los acreedores.

2.—El art. 117 (actual 287 T.R.) antes transcrito; se ratifica el contrato que es la expresión de un crédito global, cuya “administración” se encomienda a un Sindicato de adhesión obligada.

3.—El art. 120 (actual 305 T.R.) encomienda al Comisario, previo acuerdo de la Asamblea general, la ejecución de los bienes que constituyen la garantía, si la sociedad hubiera demorado el pago de intereses por más de seis meses. No cabe la ejecución individual, y si tal voluntad se viera forzada a manifestarse lo sería como sustitución de una voluntad colectiva en silencio ilegítimo.

4.—El art. 123 (actual 302 T.R.). Las acciones individuales de los acreedores no pueden invadir la esfera de acción colectiva; solamente se podrán ejercitar “cuando no contradigan los acuerdos del Sindicato dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido”.

5.—El art. 122 (actual 300 T.R.). La Asamblea de obligacionistas se presume facultada para modificar, de acuerdo con la sociedad emisora, las garantías establecidas. No es momento de entrar en la polémica del ámbito de actuación permitido a la Asamblea por la palabra “modificar”; lo único que ahora me interesa es destacar que la garantía es colectiva y su modificación también.

6.—El art. 128 nro. 2 (actual 306, b, T.R.) que idénticamente encomienda al Sindicato el convenio con la sociedad para la recogida de las obligaciones emitidas.

7.—El art. 131 (actual 309 T.R.): “Para cancelar total o parcialmente las garantías de la emisión, será necesario presentar y estampillar los títulos correspondientes o inutilizarlos, sustituyéndolos por un duplicado cuando subsista el crédito sin la garantía. Exceptúase el caso número 2 del artículo 128 si el acuerdo de cancelación hubiera sido validamente adoptado por mayoría y el Sindicato no pudiera presentar todos los títulos”. Me parece más razonable la posición de GARCÍA TREVIJANO (25) cuando disputaba con URÍA sobre la interpretación de este

(24) GAY DE MONTELLA, *ob. cit.*

(25) GARCÍA TREVIJANO, *ob. cit.*

artículo; si este artículo añade algo a lo ya previsto en el art. 128 n.2 debe pensarse en una cancelación "sin recogida de obligaciones" —sin extinción del crédito. Es indudable que el segundo párrafo posibilita la cancelación de la hipoteca sin que el título-obligación, no amortizado, recoja esta circunstancia. Lo cual no tiene nada de aberrante: la referencia que en el texto del título se hace a la garantía no quiere decir que el "título" como tal esté garantizado, sino que la total emisión de la que el documento es cuota está garantizada, por tanto a ella habrá de acudir para todo cuanto se relacione con la garantía.

No puedo detenerme en los problemas de conciliación de las formas de cancelación del art. 156 L.H., declarado expresamente vigente como hemos visto, con las propias establecidas en la L.S.A. Además ya lo hizo GARCÍA TREVIJANO (26). Sí me interesa sin embargo decir unas palabras sobre la posibilidad de cancelación parcial que aquél recoge en sus párrafos 4.º y 5.º

Puede verse que dichos párrafos consagren una excepción al principio de integridad de la hipoteca, pero en ningún momento que impliquen la posibilidad de acuerdos aislados entre la sociedad y determinados obligacionistas, que contradigan el principio de igualdad de estos últimos, o lo que es lo mismo la naturaleza colectiva del crédito. No hay que olvidar, como nos recordaba RUBIO (27) la "supresión en el texto legal del número 1 del art. correspondiente del Anteproyecto (art. 130) que autorizaba la recogida mediante acuerdos particulares con los tenedores". Tal extinción parcial del crédito, que autoriza una excepcional cancelación parcial de la hipoteca, debe venir expresamente prevista en la escritura de emisión, lo que a la postre confirma que es ésta y no su representación, los títulos, el objeto de la garantía. El art. 128 L.S.A. (actual art. 306 T.R.) sólo admite la amortización o pago anticipado de acuerdo con las condiciones de la escritura de emisión. Desde esta perspectiva es desde la que debe observarse el art. 156 L.H. a partir de la L.S.A. Incluso las amortizaciones periódicas que la suerte imponga (art. 130, actual art. 308 T.R.) se rodean de la garantía de la presencia notarial.

Claro es que después de este esfuerzo interpretativo se alcanza la Ley de 24 de diciembre de 1964 sobre emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, Asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas, que declara en su art. 12 la aplicación supletoria al alimón de la L.S.A. y del art. 155 entre otros de la L.H., lo que provoca la desazón más absoluta. Pero en todo caso confirma que esta Ley de 1964 nació para una cosa y se enredó con otra, y que por ello debe desbrozarse con cuidado. Lo veremos más adelante.

V. LA EMISION DE OBLIGACIONES REALIZADA POR PARTICULARES

1.—"Sea cual sea el emitente la emisión de obligaciones es una operación en sí mercantil (cfr. art. 2.º, 2 Código de Comercio)" (fundamento 2).

Es de agradecer la decisión de la Dirección en comenzar su contenido jurídico, esto es, las premisas jurídicas del debate, acudiendo a un artículo de alguna manera arrumbado por la doctrina que ve en él la expresión del liberalismo decimonónico que acude a un dudoso criterio de "objetividad" para superar el estamentismo de clase de resonancias feudales superadas. Se queman etapas:

(26) GARCÍA TREVIJANO, *ob. cit.*

(27) RUBIO, *ob. cit.*

frente al comerciante matriculado el acto de comercio; frente al acto aislado la habitualidad; frente al comerciante el empresario; frente al comercio mercantil la incidencia en la vida económica.

Todo ello es muy correcto, pero sigue en pie el art. 2 C. de Co. manifestando la idea de la existencia de actos de comercio "formales", es decir por el hecho de estar en el Código (28).

Recordemos la calificación de la emisión de obligaciones como "modalidad especial de préstamo mercantil", con independencia de las circunstancias que el art. 311 C. de Co. requiere para reputarlo como tal; recordemos todo el articulado del mismo Código sobre obligaciones y títulos al portador; recordemos la mercantilidad formal de los pagarés en la Ley Cambiaria; y recordemos las palabras de VICENTE Y GELLA (29). "Los títulos de créditos tienen naturaleza mercantil porque concurren en ellos todos los caracteres que son esenciales al derecho comercial. El principio de la no gratuidad, el rigor en la ejecución de las obligaciones que de ellos resultan, la no admisión de términos de gracia para su cumplimiento... muestran que nos hallamos en presencia de una institución comercial aunque deba su origen a operaciones de índole civil".

La masificación de la utilización de instrumentos mercantiles —sustancialmente la letra de cambio— para la financiación de operaciones civiles sin paliativos, como la adquisición de bienes muebles e incluso inmuebles, provocó su pérdida de rigor mercantil, a la que indudablemente no era ajena, en la apreciación judicial, la ignorancia manifiesta de los aceptantes de tales títulos sobre la propia entidad de lo suscrito.

El tráfico mercantil se rebela contra aquello que hace quebrar lo que lo cimenta. La cita del art. 2 C. de Co. es de todo punto pertinente y reveladora. La utilización por los "no comerciantes", aunque sea ocasional, de instrumentos mercantiles sujeta a aquéllos en su persona a las normas mercantiles que por el objeto resultan. La actividad mercantil no se reserva a los profesionales, pero quien quiera aprovechar sus ventajas deberá arrostrar sus consecuencias.

La emisión de obligaciones ha sido calificada, pensando en los particulares, como "actividad excedentaria" (30), cuya complejidad técnica desaconseja su uso por aquéllos no avezados. Quizá nadie deba explicar al emitente de obligaciones mercantiles la gravedad jurídica de su actuación, pero ello no debe impedir que ésta opere naturalmente, sin prejuicios favorables a la ignorancia.

2.—Nos hallamos pues en el ámbito mercantil, en la plaza pública donde la ropa se orea, y no en el ámbito civil, en la casa donde las cuestiones domésticas se consumen en la intimidad del hogar.

"No cabe excluir las prescripciones que la legislación especial establece... por la necesidad de proteger especialmente ya a los adquirentes en el mercado de valores de las obligaciones, ya a los demás acreedores de la persona emitente y, en particular la inscripción obligatoria en el Registro Mercantil" (fundamento 2).

Este particular cuidado en recalcar la "obligatoriedad" de la inscripción en el Registro Mercantil recuerda la tesis de AURELIO MENÉNDEZ (31) para quien el pretendido carácter potestativo de la inscripción del empresario individual no

(28) GARCÍA VILLAYERDE, "Tipicidad contractual y contratos de financiación", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el Mercado Financiero*.

(29) VICENTE Y GELLA, *ob. cit.*

(30) POT ANÍBAL SANCHEZ ANDRÉS en la Mesa Redonda referida.

(31) AURELIO MENÉNDEZ MENÉNDEZ, "Inscripción del empresario individual", *RCDI*, núm. 597, marzo-abril 1990.

pasa de ser un mero eufemismo habida cuenta que el no inscrito “no podrá pedir la inscripción de ningún documento en el Registro Mercantil ni aprovecharse de sus efectos legales” (art. 19 C. de Co. reformado 1989).

La necesaria inscripción del emitente por ser obligatoria la de la emisión podía inferirse sin dificultad de la redacción del C. de Co. vigente en el momento del otorgamiento de la escritura, como bien aplica la Dirección: “También se inscribirán... las emisiones que hicieren los particulares” (arts. 21-10), y “será obligatoria la inscripción” (arts. 17) de “cualesquiera personas naturales...”, aunque no se dediquen habitualmente al comercio, cuando realicen actos o posean bienes sujetos a inscripción según las leyes o reglamentos” (art. 16,5.º).

Aunque en la redacción actual el art. 16,5.º resulta más ambiguo, por más omnicompreensivo —“El Registro Mercantil tiene por objeto la inscripción de... cualesquiera personas naturales... cuando así lo disponga la Ley”— no puede por menos de llegarse a la misma conclusión, cuando establece por primera vez el principio mercantil del tracto sucesivo (art. 11), que obliga a la previa inscripción del sujeto que pretenda la inscripción de la emisión (art. 87, 7 R.R.M.), emisión que deberá acomodarse a los arts. 274 y ss. del mismo Reglamento, que en alguna manera compendian, como después veremos, la teoría general de la emisión de obligaciones con total “objetividad”, esto es, ajena a cualquier consideración por razón del sujeto, que sólo es tenida en cuenta cuando se trata de la forma de expresión de voluntad de un ser colectivo.

Desde luego sí podríamos reproducir con dichos textos el debate sobre si los “no comerciantes” pueden o no emitir obligaciones. Debate que en honor a la verdad se ha desarrollado en la doctrina con gran templanza, quizá porque ningún autor pensará que excluido el empresario —y más exactamente el empresario colectivo— alguien iba a tener arrestos y condiciones para embarcarse en una financiación pública a gran escala. Tan sólo DUQUE (32) se manifestaba claramente en contra de la posibilidad, e incluso —lo que es un adelanto sobre la teoría general de la emisión de obligaciones, de la que luego habrá de hablarse— llegaba a afirmar: “está claro que los comerciantes o empresarios individuales están igualmente sometidos a este límite máximo (de emisión) del valor del patrimonio mercantil de la empresa”.

Tampoco se detiene la Dirección en el carácter de “empleado” con el que el emitente comparecía en la escritura pública, porque cualquiera que sea la solución que se adopte, esta en su pensamiento debía pasar por el Registro Mercantil.

No puede por tanto utilizarse la dicción —que pretende ser más amplia— del Título II del Libro I del Código de Comercio establecida por la Ley 19/1989 de 25 de julio para reducir el número de sujetos inscribibles. Todo lo contrario, hay que hablar como hace AURELIO MENÉNDEZ (33) de la expansión horizontal de los sujetos y actos obligatoriamente inscribibles. “El Registro Mercantil sin dejar de ser un Registro de los empresarios mercantiles y de determinados actos será cada vez más un Registro general del tráfico necesitado de una específica publicidad legal”. Y también “el Registro Mercantil es ahora una institución de terceros basada en una publicidad de efectos positivos y negativos de significación jurídico-privada”.

Me interesaba alargar esta cita para reiterar que aún queda por realizar el estudio del valor del Registro Mercantil como “institución de terceros” precisa-

(32) DUQUE, *ob. cit.*

(33) AURELIO MENÉNDEZ, *ob. cit.*

mente en relación con la emisión de obligaciones. Y digo precisamente porque es en el interés del tercero —al que aludía la Dirección en el párrafo transcrito al comienzo de este apartado— donde quiebra de alguna manera la naturaleza como título-valor de los títulos de inversión (34). Efectivamente la literalidad incompleta no pasa de ser un “artificio constructivo” cuando la misma relación causal que liga toda la vida del título y la misma personalidad del emitente es objeto de una específica publicidad registral abierta a todos los terceros en aras de la seguridad del tráfico.

Aún quisiera dar un paso más a fuer de ser calificado de astuto. Hoy por hoy y dicho lo dicho, si la emisión de obligaciones es teóricamente posible lo es gracias a la publicidad registral. Dicho de otro modo uno de los efectos legales del Registro Mercantil (art. 19 C. de Co.) es la posibilidad de emisión de obligaciones. En consecuencia, parece hoy resuelto (art. 275, 5 R.R.M.) que es primero la inscripción de la hipoteca en el Registro de la Propiedad y posteriormente la de la emisión en el Registro Mercantil, pero también debe entenderse resuelto que antes de la inscripción de la hipoteca en el Registro de la Propiedad debe el emitente haberse inscrito en el Registro Mercantil.

3.—“No cabe excluir la aplicación de las prescripciones que la legislación especial establece para la emisión de obligaciones por sociedad anónima o por las sociedades de otro tipo u otras personas jurídicas cuando las normas no vengán determinadas por la especial naturaleza de la entidad emitente...”. “Así lo ha entendido el nuevo Reglamento del Registro Mercantil que da por supuesto que a la emisión de obligaciones hecha por persona física son aplicables las normas relativas a la emisión de obligaciones realizada por cualquier persona jurídica...” (fundamento 2).

Como vemos la Dirección ensancha enormemente el horizonte apuntado por el Registrador. No se trata tanto de la aplicación analógica de la Ley de 1964, cuanto de la homogeneidad del objeto —título-obligación— que provoca la aplicación automática de la normativa al efecto. La identidad del objeto excluye el nombre o la ubicación sistemática de la norma.

Esta postura, aún sorprendente en la vida no efímera de las emisiones de particulares, no es tan novedosa como pueda parecer. Ya DUQUE (35) entendía que “el capítulo VII de la L.S.A. y el R.R.M. contienen el régimen básico y supletorio de la emisión de obligaciones”. Las reservas de carácter sistemático se justifican sobradamente con razones estadísticas. Y el mismo RUBIO (36) califica los arts. 111 y ss. de la L.S.A. como el “régimen común” de las obligaciones, aunque es interesante advertir una cierta nebulosa en su pensamiento, en relación con los particulares, cuando se limita a constatar que “desde el punto de vista general que aquí nos interesa, y aunque nuestra legislación parezca permitir otra cosa, acciones y obligaciones son emitidas por empresas sociales y, esencialmente, por compañías anónimas.

Este indudable contraste entre el posibilismo y la estadística quizá pueda

(34) Para EIZAGUIRRE (*ob. cit.*), frente a la oposición simple de intereses que concurre en los títulos individuales los títulos de participación social, o en general los títulos de inversión requieren la consideración de los intereses de terceros; estos intereses hacen cuestionar la misma ley de circulación del título, esto es, “la específica salvaguardia de la confianza y buena fe del tercer poseedor decae en beneficio de otros intereses estimados preferentes por el legislador”.

(35) DUQUE, *ob. cit.*

(36) RUBIO, *ob. cit.*

explicar el desbarajuste hoy reinante en el tema, porque de lo que no puede caber duda es de que la intención del legislador en 1951, cuando regulaba la sociedad anónima, fue regular "objetivamente" los títulos-obligaciones. Así lo reconocía el Anteproyecto de reforma de la Sociedad Anónima, que luego se convirtiera en dicha Ley: "No se ha ocultado a los redactores del Anteproyecto que la materia de obligaciones ofrece múltiples aspectos que caen fuera de la disciplina propia de la sociedad anónima. La emisión de obligaciones constituye, en realidad, una modalidad especial de préstamo mercantil, caracterizada esencialmente por la forma de documentación de este contrato. De ahí que la regulación legal de la emisión de obligaciones hubiera podido llevarse a cabo introduciendo los necesarios preceptos dentro del título que en nuestro Código de Comercio se consagra a los préstamos mercantiles. Por otra parte, la circunstancia de que, conforme al propio Código, todos los comerciantes pueden emitir obligaciones o valores mercantiles similares, podría alegarse como reparo sistemático contra la inclusión de esta materia en el ámbito de la disciplina legal de la sociedad anónima. Sin embargo, los redactores del Anteproyecto han entendido que esas dos objeciones de tipo científico o sistemático no tienen fuerza bastante para omitir la regulación de las obligaciones. Ha pesado sobre todo en su ánimo la consideración de que, aunque los comerciantes individuales o las sociedades mercantiles de cualquier índole están legalmente facultados para crear esta clase de valores mobiliarios, la experiencia enseña que sólo las sociedades anónimas acuden con frecuencia a esta operación financiera para la obtención de cuantiosos recursos económicos. La realidad es que la emisión de obligaciones se considera generalmente por la doctrina y por la jurisprudencia como una modalidad de empréstito, especialmente adecuada para las empresas mercantiles constituidas en forma de sociedad anónima, por ser esta clase de empresas las más aptas para la explotación de negocios concebidos en gran escala. Y por si estas razones fueran insuficientes, se ha tenido también en cuenta la naturaleza de los títulos emitidos para representar partes alícuotas del capital prestado, los cuales se asemejan en múltiples aspectos a las acciones, como títulos en los que figura dividido y representado el capital social de las entidades emisoras. Estas consideraciones unidas a la circunstancia de que la emisión de obligaciones, si bien en su aspecto jurídico formal difiere esencialmente del aumento de capital social, se asemeja, no obstante, en su aspecto económico, a esta operación financiera, han impulsado a los redactores del Anteproyecto a incluir en él la materia de obligaciones, evitando de este modo que por simples e intrascendentes reparos de orden sistemático no quedara colmada en esta cuestión la laguna legal a que antes se hacía referencia".

Resulta verdaderamente poco imparcial, después de la lectura de tan largo texto, pretender que la normativa sobre los títulos contenida en la Ley de 1951 es únicamente aplicable a los emitidos por sociedad anónima. La conclusión la extrajo hace mucho tiempo NÚÑEZ-LAGOS (37), en cita que se agradece por su sencillez: "el capítulo VII de la L.S.A. podría segregarse para su promulgación como ley distinta e independiente".

Es evidente que el problema nos lo crea la Ley de 1964 cuando olvida esa voluntad de generalidad que animaba a la L.S.A. y parece querer reducirla a norma sectorial. Sin embargo, ese olvido del que es manifestación cualificada según hemos visto la cita por dos veces del derogado art. 155 L.H., ese olvido que

(37) Citado por ARRILLAGA, *ob. cit.* Supongo que tomado del trabajo "Reforma de la S. A.", *Revista de Estudios Políticos*, vol. XIX, págs. 161 a 215.

la propia Ley resuelve para sí misma declarando a aquella Ley de aplicación supletoria (art. 12 pfo. 2), no puede servir para extraer la interesada conclusión de que las emisiones de obligaciones realizadas por personas físicas carecen por voluntad del legislador de normativa y pueden por tanto acomodarse al capricho del emitente.

La relación entre ambas leyes está de hecho consolidada; quizá resulte vano entonces intentar encontrar cierta contradicción o incoherencia entre los párrafos primero y segundo de la Exposición de Motivos de la Ley de 1964, pues el primero incluye a la Ley de 1951 entre los antecedentes normativos de la "emisión-cancelación de obligaciones de toda clase por Comerciantes, Sociedades y Asociaciones y otras personas jurídicas", en tanto que el segundo entiende que estas últimas carecen de normas adecuadas y suficientes ya que "sólo cuentan con las reguladoras de hipotecas".

En todo caso esta cuidadosa referencia a las normas sobre la hipoteca revela la vertiente registral de la Ley, vertiente que a mí me parece su verdadera razón de ser en cuanto las personas jurídicas no mercantiles carecían de un específico sistema de publicidad que venía exigido por la propia naturaleza de la emisión.

Puede decirse en apoyo de esta idea que, por una parte, las referencias a las personas jurídicas mercantiles no anónimas, cuyo sistema de publicidad estaba ya organizado, resultan poco menos que anecdóticas y desde luego no resuelven ni uno sólo de los problemas orgánicos que les aquejan para emitir obligaciones. Por otra parte la mención exclusiva de los "comerciantes" como únicas personas físicas emitenes de obligaciones no es menos reveladora y puede dar perfecto pie al Registrador para pensar que o bien no concibe la emisión hecha por los no comerciantes, o bien la sujeta a los mismos requisitos de publicidad que para aquéllos está prevista; en cualquiera de los casos la finalidad "registral" de la Ley estaba ya cumplida.

En todo caso, aunque esta perspectiva no merezca consideración, puede concluirse en que la Ley de 1964 desconoce el sustrato normativo general de la Ley de 1951 respecto de las personas jurídicas a que se refiere —aunque lo hace igualmente suyo según hemos visto— pero ello en ningún modo nos puede servir a nosotros para desconocerlo. Hay que terminar pues citando a ALONSO (38), porque la proximidad de su trabajo es especialmente importante: "El régimen jurídico de la emisión de obligaciones se caracteriza, en parte, por su dispersión. Está contenido fundamentalmente en las siguientes normas: La Ley de Sociedades Anónimas, como cuerpo principal y supletorio; el Reglamento del Registro Mercantil (arts. 124 y ss.) que, en algunos casos, excede los aspectos puramente registrales; la Ley 211/1964 de 24 de diciembre aplicable a las obligaciones —distintas a las cédulas y bonos hipotecarios— emitidas por personas jurídicas distintas de las sociedades anónimas y la Ley 2/1981 de 25 de marzo sobre Regulación del Mercado Hipotecario y su Reglamento (parcial) de 17 de marzo de 1982, normas reguladoras de las cédulas y bonos hipotecarios". "Ante semejante dispersión, parece obvio aconsejar la creación y puesta en vigor de un estatuto legal unitario para la emisión de obligaciones que remedie, en lo posible, la situación actual caracterizada por la asistematicidad y la falta de una clarificación conceptual del título-obligación".

No queda sin alabar el buen sentido de la Dirección General cuando encomienda al Reglamento del Registro Mercantil la labor integradora de tanta dis-

(38) ALONSO, *ob. cit.*

persión. Los artículos 274 y ss, el artículo 351, 8, y el artículo 353, 13 dan base equilibrada para separar lo esencial y lo accesorio en las emisiones realizadas por particulares. "Nótese que en relación a esta aplicabilidad general de las normas sobre emisión de obligaciones el nuevo Reglamento no podría innovar, sino atenerse al derecho positivo" (fundamento 2).

VI. LA NORMATIVA SOBRE EL MERCADO DE VALORES

"Es indudable que si en el caso presente estuviéramos ante una emisión de obligaciones también aquí la necesidad de proteger en el mercado de valores los intereses de los futuros inversores impondría..." (fundamento 3).

La idea es pues la misma; es el objeto y no el sujeto la razón de la aplicación normativa.

No es ahora el momento de entrar en la discusión de cuáles son los requisitos del artículo 26 LMV que no quedan pendientes de desarrollo reglamentario; entre otras circunstancias, porque entiendo que el problema no es hipotecario, sino mercantil, y porque el RRM no se muestra, al menos en este punto, quisquilloso, artículo 282.2. "En la escritura de emisión se hará constar la declaración de los administradores de que se ha efectuado la preceptiva comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores."

Si resulta en cambio interesante meditar sobre la identidad que la Dirección General, y el precepto reglamentario según hemos visto, establecen entre emisión de obligaciones y mercado de valores.

1. Identidad en el ámbito conceptual: no importa la denominación atribuida al título cuando sus notas estructurales lo someten al régimen normativamente establecido. Luego volveremos sobre esto. Identidad incluso en la desmaterialización de la representación del derecho: las anotaciones en cuenta (acogidas hoy en el art. 290 TRSA, con remisión expresa a la normativa del mercado de valores).

2. Transmisibilidad de los títulos-obligaciones acomodada a su naturaleza de títulos nominativos o al portador (art. 290 TRSA). Más allá, la LMV habla de "negociabilidad" (art. 2), lo que no quiere decir según nos explica la Exposición de Motivos "mera transmisibilidad", sino susceptibilidad de incorporarse a un "mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes".

3. "Los títulos de una emisión deberán ser iguales..." (art. 291 TRSA). Identidad que buen sector doctrinal ha considerado tanto de fondo, inexcusable, como de forma (39). Frente a este concepto la LMV, opta por el de "títulos agrupados en emisiones" para poder comprender (Exposición de motivos) "instrumentos que pueden ser heterogéneos en algunas de sus características económicas *v. gr.* plazo o tipo de interés".

4. Indiferencia del volumen de la emisión en uno y otro caso, según hemos visto páginas atrás en la LSA, y más cerca en la Exposición de Motivos de la LMV ("aunque sea de proporciones reducidas").

(39) Para URÍA, *ob. cit.*, la igualdad debe referirse "tanto a las condiciones o características externas del documento como al contenido de los derechos incorporados a él".

5. Aplicación de las obligaciones tanto para “crear como para reconocer” una deuda; la suscripción o la introducción en el mercado; la emisión privada o limitada; por tanto, las características personales de los suscriptores. Por contra, el predominio de los términos económicos sobre las personas de los contratantes, en la LMV el llamamiento al público, “se entiende que el destino de una emisión es el público cuando exista la intención de dirigir, colocar y difundir una emisión o una oferta entre aquél” (40).

Por último, es obligado recordar que la LMV establece la “responsabilidad administrativa de las personas físicas y entidades que infrinjan sus normas” (art. 95), considera “infracción muy grave” la emisión de valores sin la concurrencia previa de los requisitos establecidos en el artículo 26 (art. 99), y fija como sanciones posibles —y excluyentes— la multa, la suspensión de actividades, o de miembro del mercado secundario o la revocación de autorizaciones administrativas (art. 102).

VII. LA VERDADERA NATURALEZA DE LA OPERACION REALIZADA: LA POSIBLE CREACION DE TITULOS AL PORTADOR GARANTIZADOS CON HIPOTECA

“Pero una calificación más atenta de la escritura de emisión exige excluir que, en el presente caso, estemos ante un supuesto típico de emisión unitaria de una serie de obligaciones comprensiva de valores negociables homogéneos. En rigor estamos ante tres casos de emisión individual de títulos al portador, entre si independientes y cada uno con su propia y distinta garantía” (fundamento 4).

Es aquí donde la Dirección General realizada la larga cambiada que ha provocado tanto desconcierto, porque no parece aportar indicios de cuando la emisión debe ser calificada de “colectiva” y cuando de “individual” (41).

Vamos a analizar en este segundo supuesto, del mismo modo que antes hicimos, la naturaleza de los títulos y la naturaleza de la hipoteca; quizá así el problema se disuelva en su propia lógica.

1. Naturaleza de los títulos al portador

“No es necesario decidir ahora si contra el rigor legal que militar el número de los tipos de títulos valores que una persona puede introducir en el mercado...” (fundamento 4, pfo. 2).

Sin embargo, aunque desde el punto de vista práctico el tema pueda resolverse acudiendo como hace la Dirección a las peculiaridades de la garantía, no cabe duda de que ésta, demostrando su naturaleza accesorio, oscila grandemente en

(40) Criterios provisionales acordados por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con las emisiones realizadas a partir del 29 de enero de 1989, recogidos por LUIS DE CARLOS “Comentario a la Directiva de 17 de abril de 1989 por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables”, *Noticias CEE*, núm. 60, enero 1990.

(41) Es aquí donde JUAN REY pensaba aplicar el olfato y JUAN SARMIENTO convenía que la distribución era difícil, pero fácil en los grados extremos. Ambos en la Mesa Redonda citada.

función de la naturaleza del título que viene a garantizar. De hecho el mismo JUAN SARMIENTO no pudo eludir su perspectiva en la Mesa Redonda en que fue analizada esta Resolución, y en cuya redacción a aquél debió haber bastante influjo.

El tema del "numerus clausus" o "numerus apertus" en la creación de títulos valores es lo suficientemente complejo como para recabar el apoyo de la doctrina mercantilista. Apoyo más inexcusable cuanto que, como dice EIZAGUIRRE (42), ante la ausencia de una normativa sobre títulos valores —ausencia que determina que "carezca nuestro ordenamiento positivo de un concepto de título valor que a lo más podría tener un carácter meramente clasificatorio"— "la enunciación de unos principios generales comunes a los títulos valores ha sido —necesariamente— fruto de la doctrina, para lo cual ésta debía operar forzosamente por vía inductiva".

Hay que reiterar por tanto el malestar por una postura en exceso acomodaticia apegada a la dicción literal de un legislador que se ha mostrado claramente mal copista de soluciones doctrinales.

La tesis clásica puede encontrarse en GARRIGUES (43): "En este punto rige el principio del "numerus clausus", porque, en definitiva se trata de la creación de nuevos derechos reales *sui generis*".

La otra vertiente clásica puede encontrarse asimismo en GARRIGUES (44): "El fundamento de este régimen legal de libertad de emisión de títulos al portador está en la autonomía de la voluntad, que permite a todo deudor incorporar su obligación a un título cuya forma elige el propio deudor". Con todo el problema es más de nombre que de contenido normativo pues, por una parte, el mismo reconocía que "estos títulos deben estar emitidos conforme a las leyes y disposiciones del Código (art. 545 C de Co.), y por otra, tampoco comprendía como el artículo 544 del mismo Código cuya pervivencia después de la Ley Cambiaria y del Cheque es además hoy más que discutible— admitía indiscriminadamente que libranzas, vales, pagarés y mandatos de pago llamados cheques pudieran emitirse al portador cuando "la libranza ha sido siempre un documento a la orden", y lo mismo cabe suponer que pensara de vales y pagarés cuando páginas atrás había reconocido que eran "en su forma idénticos a las libranzas, salvo la supresión de la mención de la persona contra quien se libran, puesto que ésta es la misma que contrae la obligación de pagarlos".

EIZAGUIRRE (45) aplica el principio de "numerus clausus" exclusivamente a los títulos al portador, "en la medida en que el artículo 547.5 C de Co. parece

(42) EIZAGUIRRE, *ob. cit.*

(43) GARRIGUES, *Curso cit.*

(44) GARRIGUES, *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid 1955. Tomo II, págs. 717 y ss.

(45) EIZAGUIRRE, *ob. cit.* El artículo 547, 5 C de Co establece que serán documentos de crédito para los efectos de la sección segunda del título XII del mismo, los emitidos por particulares siempre que sean hipotecarios o estén suficientemente garantizados". También veía aquí ANIBAL SÁNCHEZ ANDRÉS en la Mesa Redonda cit. la exigencia de un cierto grado de especialización para la emisión de títulos por particulares. NEMESIO VARA DE PAZA en una obra específica, *Pérdida, sustracción y destrucción de títulos-valores*, Madrid 1986, pasa como sobre ascuas por el tema, sin aclarar demasiado por qué excluye del procedimiento de los artículos 548 y ss C de Co los títulos emitidos por personas físicas —"no caen bajo la regulación de este procedimiento posiblemente ninguno de los emitidos por particulares siempre que..."—, termina con los requisitos de expresado número 5; la única razón que parece haber a esta exclusión procede de su conclusión de que tal procedimiento "solamente es apto para ser aplicado en su integridad a las acciones y obligaciones y a los cupones..." , sobre

admitir una limitación de títulos a los que resulta aplicable el procedimiento amortizatorio legal”.

SÁNCHEZ CALERO (46) citado como básico defensor del sistema de “*numerus apertus*” se expresa de esta manera: “... las normas generales sobre títulos valores cumplen a nuestro juicio un doble cometido importante: en primer lugar, sirven para completar la normativa específica de cada uno de los títulos valores en particular, al tiempo que establecen unos criterios uniformes para la interpretación de esa normativa, con la fijación de ciertos criterios. En segundo término han de servir para disciplinar aquellos títulos valores que sean creados por la voluntad de las partes y que no tengan una regulación específica”. “Para conseguir estos cometidos ha de admitirse, por un lado, una concepción unitaria de los títulos valores, y, por otra, la licitud de la creación de nuevos títulos valores. Esto último —que implica en definitiva el reconocimiento de la atipicidad en esta materia— ha de consentirse siempre que no vaya contra las normas imperativas del ordenamiento jurídico”.

Palabras que no parecen difíciles de asumir ni siquiera por los partidarios de una perspectiva cerrada, y que no parecen quedar muy alejadas, “*mutatis mutandis*”, de la teoría general de la atipicidad contractual formulada por GARCÍA VILLAVERDE (47) como un mero problema de aplicación normativa; la creación de tipos tiene siempre alcance normativo, por tanto “se impone detectar mediante un análisis cuidadoso del contenido de esa voluntad cuando estamos en realidad ante un contrato atípico o ante un supuesto de laguna del derecho en sentido estricto. En definitiva de lo que se trata es de detectar la aparición de una causa distinta de las contempladas por el legislador”.

Ha sido precisamente la función la que andando el tiempo ha permitido crear categorías dentro de los títulos valores. Esto es, la doctrina ha extraído las características de los tipos de títulos valores existentes para realizar una clasificación de alcance expansivo, donde los títulos aparentemente atípicos encuentran el grupo que les sirve de guía normativa (48). Se habla así de títulos de tradición, títulos de participación social, títulos de inversión y títulos de pago. Vamos a prescindir de los dos primeros porque, sin entrar en la discusión de si deben o no considerarse verdaderos títulos valores, es evidente que los documentos de que hablamos no cumplen ninguna de las funciones de aquéllos (*grosso modo*, representación de la propiedad o de la pertenencia a un grupo social).

Los títulos creados por los particulares, a los que nos venimos refiriendo, son de contenido pecuniario, y en este sentido pueden concebirse bien como títulos de inversión, bien como títulos de pago. O de otro modo, con lenguaje ya asentado en la doctrina y en la legislación, bien como valores mobiliarios bien como efectos de comercio. Un cuadro resumen de las características imputadas por la doctrina a uno u otro grupo podría ser el siguiente:

la base de que “de hecho estos títulos de larga vida y susceptibles de ser negociables en bolsa no se emiten por particulares”.

(46) SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho Mercantil*.

(47) GARCÍA VILLAVERDE, *ob. cit.*

(48) “En concreto la aportación doctrinal denominada «teoría de los títulos valores o de crédito» es el ejemplo más paradigmático de la función del pensar jurídico, que parte de la descripción de la realidad documental del tráfico, abstrae de ellos una tipología de conceptos generales propios, formula juicios sintéticos sobre principios o notas comunes a la normativa de todos ellos y un concepto normativo general de título valor (método inductivo) permitiendo deducir de los principios y del concepto soluciones para supuestos no expresamente

- Valores mobiliarios: títulos de inversión, emitidos en masa, títulos plurales, incorporan derechos de crédito y derechos de participación, incompletos (de reenvío).
- Efectos de comercio: medios de pago, librados aisladamente, únicos incorporan derechos de crédito, completos.

Estas categorías, aún reconocidas por el legislador, no tienen evidentemente alcance normativo, pero su entendimiento es esencial para calificar los documentos de nuevo cuño y en consecuencia someterlos a la disciplina que para los supuestos típicos está ordenada.

Su importancia es básica hoy que asistimos a lo que se ha llamado “disociación del concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica”, con palabras de la Exposición de Motivos de la LMV. Así la utilización del nombre “pagaré” —supuesto típico y categórico de efecto de comercio— para operaciones colectivas de inversión de gran envergadura, pretendiendo escapar al rigor que la LSA exige a los títulos de inversión (49). Imagen que puede ser invertida; así, probablemente en nuestro caso, la utilización para plasmar una concreta relación comercial del concepto “obligación”, con pretensión de obtener la abstracción (título completo) propia de los efectos de comercio, y simultáneamente eludir la normativa de tales títulos, amparándose en su nombre de valor mobiliario y —erróneamente según creo ha quedado demostrado— en la libertad absoluta que, de la pretendida falta de normativa, resulta para la emisión de valores por las personas físicas.

Suponiendo que los documentos creados por los particulares constituyan un supuesto atípico, veamos las consecuencias de adscribirlos a una u otra categoría en función de su contenido pecuniario.

1. a) La configuración como título de inversión (valor mobiliario).

Si la función económica perseguida, y manifestada, por el emitente permite la calificación de éstos como títulos de inversión o valores mobiliarios la conclusión inmediata será la aplicación de la normativa sobre emisión de obligaciones que ha quedado expresada. Esto es, la denominación del documento es indiferente respecto de su verdadera naturaleza.

Esta voluntad omnicomprendiva se desprende de la fase “obligaciones u otros títulos” que utilizaba el artículo 111 LSA de 1951 —y que hoy el art. 282 TRSA ha transformado en “obligaciones y otros valores”, diferencia de expresión obligada por la introducción de las anotaciones en cuenta, que se dan como contrapuestas a los títulos por mor de su representación física—. El párrafo 2 del artículo 282 TRSA dispone que “los valores emitidos por la sociedad a que se refiere el apartado anterior quedarán sometidos al régimen que para las obligaciones se establece en el presente capítulo”.

resueltos por la ley (método deductivo)”. F. VICENT CHULIA, *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, Valencia 1981, Tomo I, pág. 604.

(49) Son los llamados “pagarés de empresa”, en cuyos mecanismos para eludir los artículos 111 y ss de la LSA de 1951 no puedo entrar. Pueden verse en OTERO, *ob. cit.* Una opinión contraria más ajustada a lo que se dice en el texto de atender a las “notas estructurales” y no al nombre del título es la de IGNACIO ARROYO MARTÍNEZ en “El pagaré”. *Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, bajo la dirección de AURELIO MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Madrid 1986.

En definitiva, como dice ALONSO (50), “la expresión otros títulos del artículo 111 LSA impide en nuestro Derecho la emisión de títulos de financiación a crédito atípicos”.

Problema distinto es el hecho de que la definición del valor mobiliario se haya hecho por la doctrina en virtud de la lógica que la práctica ha demostrado, incluyéndose en aquélla elementos que la LSA no exige. Así:

1. La importancia cuantitativa de la inversión; cuando lo cierto es que el texto de la Ley de 1951 no siguió en este punto al Anteproyecto que pretendía el establecimiento de un mínimo para realizar la emisión (en aquel momento de un millón de pesetas).

2. La llamada al ahorro público; cuando lo cierto es que, como hemos visto, las obligaciones pueden venir a “reconvertir” deudas anteriores.

3. La emisión en masa; cuando lo cierto es que la LSA se limita a emplear el plural, o en todo caso que la emisión sea “seriada”, lo que no da idea de número sino de orden. Incluso pudiera pensarse en la emisión de un único título que, prescindiendo como resulta obvio de los requisitos intrínsecos a la cotitularidad, debiera quedar sometido a las prescripciones de la LSA. La base la proporciona el RD 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981 de 25 de marzo de regulación del mercado hipotecario que recoge el “bono único” como título hipotecario alternativo de la emisión en serie.

Hay que repetir pues las dos conclusiones anticipadas. Primero, que la creación de valores mobiliarios tiene unos solos e idénticos requisitos objetivos e independientes de la naturaleza física o jurídica del emitente. Segundo, que no puede tildarse de absurda la LSA por abstenerse de prohibir aquello condenado por la lógica y la práctica; lo absurdo es contrariar la lógica y la práctica mediante emisiones de escasísima cuantía para tan complicado procedimiento.

1. b) La configuración como título de pago (efecto de comercio).

El efecto de comercio se puede definir como “título de contenido simple que incorpora un crédito generalmente pecuniario exigible a corto plazo, fundamentado u originado en una concreta relación comercial, emitido aislada y singularmente (51).

Dado el carácter bilateral del título emitido —esto es, una persona que aparece como libradora, otra persona que se esconde como portadora— la referencia obligada es el pagaré puesto que la letra de cambio contiene intrínsecamente una relación entre tres personas, aunque en la práctica alguna de ellas puede realizar más de una función.

El primer problema que se nos plantea es el de si un título no autodenominado pagaré puede realizar la misma función que éste tiene normativamente asignada, pues como dice ARROYO MARTÍNEZ (52) “el pagaré al igual que los demás títulos valores es voluntario en el origen y legal en el contenido”. Los artículos 95 y 94 primero de la Ley Cambiaria y del Cheque (L 19/1985, de 16 de julio), exigen para que el título se considere pagaré que contenga la denominación de pagaré inserta en su texto mismo. Parece, por tanto, que el título voluntariamente autoexcluido por el particular emitente del concepto de pagaré, dudosamente podrá

(50) ALONSO ESPINOSA, *ob. cit.*

(51) LUIS JAVIER CORTÉS, “La amortización de los títulos cambiarios”. *Estudios cit.* bajo la dirección de Aurelio Menéndez.

(52) ARROYO MARTÍNEZ, *ob. cit.*

pretender desarrollar su misma función, dudosamente podrá ser configurado como título-valor y dudosamente podrá pretender una eficacia ejecutiva en base a ese carácter, no tan sólo con arreglo a los preceptos procesales de la misma Ley Cambiaria, sino además conforme al número 5 del artículo 1.429 LEC pensado exclusivamente para los títulos de inversión (53).

Aún cuando superemos este primer escollo, nos queda otro de no menor importancia, cual es el de si los efectos de comercio, y más específicamente, el pagaré pueden librarse al portador.

Fue el propio JUAN SARMIENTO (54) el que propuso tal posibilidad sobre la base de que el artículo 544 C de Co —“Todos los efectos a la orden de que trata el título anterior podrán emitirse al portador...”— no ha sido derogado especialmente por la Ley Cambiaria y es dudoso que lo haya sido tácitamente, y además porque existiendo el pagaré endosado en blanco “por qué no admitir un pagaré al portador”.

Personalmente me parecen bastantes los artículos 95 y 94,5 de la Ley Cambiaria que excluyen de la consideración de pagaré al título que no contenga el nombre de las personas a quien haya de hacerse el pago o a cuya orden se haya de efectuar, para entender sin más prohibido el libramiento de un tal efecto al portador. El hecho de que el artículo 96 de la misma Ley declare aplicables al pagaré las disposiciones de la misma Ley relativas a la letra de cambio y referentes al endoso, atribuye al tenedor cuando el endoso esté en blanco, exclusivamente, las posibilidades que contempla el artículo 17, pero en ningún momento puede utilizarse para admitir el reconocimiento legal del pagaré al portador, reconocimiento legal que habría que trasladar inmediatamente a la letra de cambio.

Pero además hay que pensar que aunque para Ley Cambiaria el pagaré es un documento mercantil por razón de su forma, a diferencia del C de Co que exigía para calificarlo de tal que procediera de operaciones de comercio (art. 532), no por ello ha desaparecido la profunda causalización que en su origen acompaña a los efectos de comercio. Esto es, los efectos de comercio son por naturaleza producto de una concreta relación jurídica, en la que cumplen una función intrínseca de medio de pago o más ampliamente de medio de cumplimiento. El

(53) También ANTONIO VÁZQUEZ BONOME, *Tratado de Derecho Cambiario: letra, pagaré y cheque*, Madrid 1988, entiende que el documento que no reúna los requisitos del pagaré no será considerado tal; y si no está sometido a la Ley Cambiaria se entiende simple reconocimiento, por tanto sometido a las prescripciones de la Ley Civil y por ello “en el evento de recurrir a la vía judicial para exigir habrá de acreditarse debidamente la legitimidad de la deuda y su certeza...”. Por otra parte, teniendo en cuenta la llamada “función bautismal” que el Fisco suele tener en la creación de nuevos tipos de títulos-valores —y quizá nuestro supuesto sea ejemplo de ello— es de recordar el Comentario de SEBASTIÁN MOLL DE MIGUEL, *Títulos de crédito atípicos*, Hacienda Pública Española, 1977, al Acuerdo del TEAC de 20 de enero de 1977 —concordante con otros de 23 de marzo de 1972, 26 de septiembre de 1973, y 11 de diciembre de 1975, confirmados por STS de 9 de febrero y 6 de marzo de 1976— que sujetaban al Impuesto de Actos Jurídicos Documentados a determinados documentos mercantiles que cumplieran una función instrumental análoga a la de las letras de cambio, utilizando un argumento que parece muy poco apropiado a tal sujeción, pero si a lo que se dice en el texto, pues tales instrumentos “suplen a las letras de cambio, aunque desde luego sin su valor jurídico ya que se aplican a cometidos que en la vida mercantil se realizan a través de la letra sin aceptar”, y también “es cierto que los documentos en examen no son títulos de crédito”.

(54) JUAN SARMIENTO, Mesa Redonda cit.

hecho de que la posible dilación del pago efectivo que permiten, suponga en términos económicos una financiación y permita en términos jurídicos nuevas funciones no empee en absoluto aquel nacimiento totalmente causalizado.

Puede ocurrir que estos fines, que cabría calificar de espúreos, se sobrepongan a la razón de pago a que debe obedecer el título en su nacimiento. Sin embargo esta circunstancia no podrá impedir que el título refleje su apego a la relación jurídica primigenia; esto es, la relación entre el creador del título y la persona para quien se crea, ésta es la función que cumple la cláusula a la orden. Por ello A. SÁNCHEZ ANDRÉS decía en la Mesa Redonda a la que tantas veces me he referido, que los efectos de comercio son por esencia títulos de legitimación nominal, aunque sea variable.

En definitiva la creación de títulos al portador supone la ruptura de ese cordón umbilical que es de esencia en los efectos de comercio, operando, más que como títulos abstractos como títulos de causa múltiple o polivalente, en el sentido de que son anteriores en el tiempo a la relación crediticia que los genera. No hay causa, no hay razón de nacer. En definitiva, el título se podrá "aplicar a cualquier obligación futura, de momento absolutamente indeterminada" (fundamento 4, párrafo 2).

Esta abstracción de la deuda tendrá además influencia decisiva e inevitable en la calificación de la hipoteca, en cuya naturaleza entramos seguidamente.

VIII. NATURALEZA DE LA HIPOTECA EN GARANTIA DE TITULOS AL PORTADOR

Antes hemos hablado de la hipoteca en garantía de "obligaciones" y dado el ámbito omnicomprendido de dicho concepto, en cuanto se acomoda a cualquier título de inversión, a lo dicho habrá que remitirse. Nos toca ahora hablar de la hipoteca en garantía de títulos al portador no emitidos como valores mobiliarios, sino con el contenido propio de los efectos de comercio, con independencia de las enormes dudas que nos ha planteado su admisibilidad.

Indudablemente el tema debe tratarse al margen de los artículos 154 y ss LH, aunque a su amparo; en efecto la hipoteca cambiaría —que debe calificarse de arquetipo— es, como se ha dicho "creación doctrinal y jurisprudencial" (55).

Esta asimilación a la hipoteca cambiaría es indudable en el contenido de la Resolución, que a la postre va a resolver el problema aplicando criterios sentados para aquélla en la Resolución de 22 de marzo de 1988 —que es expresamente citada en el Vistos y que además es interesante recordar versaba entre otros extremos sobre la constitución de hipoteca unilateral en garantía de letras de cambio cuya cláusula a la orden estaba en blanco—. "En cualquier caso no es posible la constitución unilateral de una hipoteca en garantía de un crédito individual que todavía no existe como tal mientras el título siga en poder del emitente. Aceptarlo significaría violentar la prohibición general de la hipoteca de propietario, quedando al arbitrio de éste, favorecer con la garantía a cualquier

(55) LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO, "Problemas de la publicidad registrado de las emisiones de obligaciones garantizadas con hipoteca", *Boletín del Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad*, núm. 266, abril 1990, pág. 727. (Me he permitido corregir directamente el error de imprenta deslizado en dicho trabajo que dice textualmente: "creación legal y jurisprudencial").

obligación futura, de momento absolutamente indeterminada contra las exigencias del principio de especialidad aún entendido éste con la flexibilidad que impone la admisión de las hipotecas de seguridad" (fundamento 4, párrafo 2).

1. Profundizar en la solución de la Dirección requiere como punto de partida precisar el concepto de hipoteca de propietario.

El artículo 889 CC alemán dispone que "no se extingue el derecho real sobre finca ajena por el hecho de que el propietario de la misma adquiera el derecho o porque el titular de éste adquiera la propiedad de la finca". Es indudablemente en esta base, aunque no la cite expresamente donde D. JERÓNIMO GONZÁLEZ (56) trató de sustentar la hipoteca de propietario en nuestro derecho: "Bástenos hacer notar que si un derecho real readquirido por el propietario le concede una ventaja económica de que el dominio carece, la ley puede alzar una barrera jurídica que impida la amalgama de ambos derechos en todo lo necesario para evitar el perjuicio de quien obtuvo y goza la doble titularidad".

Podemos discutir sobre si esta configuración es o no admisible en nuestro derecho, pero desde luego no me cabe duda de que es un problema en buenas medidas ajeno al que nos ocupa, de tal manera que no sería incongruente una solución distinta para cada caso.

La tesis que pudiera denominarse clásica resulta de la Resolución de la Dirección General de 6 de diciembre de 1897 que no habla de prohibición, sino de confusión inevitable entre crédito y deuda. No obstante BONARDELL CENZANO (57) cita una STS de 11 de octubre de 1899 que declara que el acreedor posterior puede hacer efectiva su hipoteca, pero sólo tendrá derecho a percibir lo que del valor del inmueble "sobrase despues de pagados los créditos hipotecarios inscritos con anterioridad al suyo".

Hay que apuntar inmediatamente que ambas decisiones son muy anteriores a la reforma hipotecaria de 1909 que, al implantar el procedimiento judicial sumario y el sistema de subsistencia de cargas anteriores o preferentes y purga de las posteriores o no preferentes en toda ejecución inmobiliaria, consagra el valor de la hipoteca como derecho real e inicia la penosa andadura, aún no concluida, hacia el cabal entendimiento del rango.

Quizá aquellas soluciones jurisprudenciales no sean tan inconciliables desde la doble perspectiva de las relaciones jurídicas: subjetiva y objetiva. La Dirección atiende al dueño que auna la doble posición. El TS atiende al acreedor posterior externo a aquella relación. No creo que debamos ser los hipotecaristas precisamente los llamados a deshacer esta doble perspectiva de la relación jurídica.

Es indudable que la confusión crédito-deuda se produce porque así lo dispone el CC (arts. 1.192 y 1.210), pero al mismo tiempo es indudable que el rango registral de la hipoteca no es algo ínsito en el dominio, de tal manera que la coincidencia de titularidades provoque necesariamente la confusión. La máxima "nemini res sua servir iure servitutis" está pensada para los derechos reales con contacto posesorio —la extinción por confusión está expresamente prevista para las servidumbres (art. 548, 1 CC) y para el usufructo (art. 513, 3 CC)— en los que

(56) D. JERÓNIMO GONZÁLEZ, "La hipoteca de propietario", *RCDI*, marzo y abril de 1927, págs. 175 y 241.

(57) BONARDELL CENZANO, "Reflexiones en torno a la hipoteca de propietario en el derecho español. La hipoteca constituida en garantía de títulos endosables al portador", Seminario de Estudios de la Fe Pública Mercantil.

la utilización física excluye necesariamente la pluralidad de títulos recayentes sobre el mismo objeto, y por ende provoca la confusión del derecho real limitado con la propiedad de la que se había fijado.

En cambio en la hipoteca esa extinción no puede operar de una manera espontánea, porque el rango registral que la inscripción atribuye no es algo que se desprenda de una manera natural del dominio y que haya de volver a él cuando ambas titularidades coincidan. El rango es también la capacidad de exclusión que ostentan los derechos reales sin contacto posesorio, ordenado por las fechas de su respectiva publicidad, que permite su compatibilidad en la fase estática (garantía) y atribuye preferencia en la fase dinámica (ejecución). El rango registral de la garantía es un plus añadido al dominio, y para el titular de éste no le será indiferente adquirir un crédito garantizado con primera, segunda o ulterior hipoteca; de idéntico modo no parece lógico que el titular de hipoteca posterior vea mejorar su rango sin causa justa.

Desde esta perspectiva pudiera pensarse que tratándose de créditos hipotecarios la confusión no opera de manera natural, o mejor que no hay cancelación automática de la hipoteca en beneficio de cargas posteriores. No se me oculta que la Exposición de Motivos de la Ley de Reforma Hipotecaria de 30 de diciembre de 1944 afirmó que “la hipoteca de propietario no ha sido aceptada”. No obstante, tanto por la ubicación sistemática del párrafo donde tal afirmación se realiza, como por su propio contenido —“esta forma de garantía no goza hoy del predicamento que en pasadas fechas tuvo”— da la impresión de no estar pensando en el supuesto de adquisición de la doble titularidad, sino en la creación de hipoteca a favor del mismo hipotecante. Al menos los artículos 190 y 210 RH parecen requerir instancia del interesado para la cancelación, por confusión, de la hipoteca.

Si hubiera de calificarse por tanto la hipoteca en el caso planteado, yo hablaría de “hipoteca sobre sí mismo”, pues así era conocida en el derecho revolucionario francés la creación de títulos territoriales de deuda garantizados con hipoteca en los que ambos —crédito e hipoteca— nacían a la realidad con el endoso del papel; ahora bien, la admisión en aquel derecho de tal figura conllevaba unas garantías que a estas alturas nos deben resultar familiares: valoración objetiva de la finca dada en garantía y endoso a la orden.

2. Creo, por tanto, que es desde esta perspectiva del rango o más exactamente desde la idea de reserva de rango que toda hipoteca en garantía de obligación futura conlleva, desde la que debe enfocarse el problema, mejor que atendiendo a la unilateralidad o bilateralidad en la constitución de la hipoteca.

Ambas ideas son preceptibles en la propia Resolución que, como hemos visto, habla tanto de “constitución unilateral”, como de “cualquier obligación futura de momento absolutamente indeterminada”. La circunstancia de que JUAN SARMIENTO, en la Mesa Redonda expresada, pusiera el acento en la “entrega del título” como momento determinante del nacimiento de la hipoteca, en cuanto la bilateralidad se consumaba, ha implicado que sea el primer aspecto el observado, cuando lo decisivo radicaba en el segundo.

Allí mismo, JUAN REY se rebelaba contra esa construcción bilateral basada en la entrega, involucrándome además en ellas cuando se preguntaba: “¿en base a qué, salvo para Fernando Canals, para que haya obligación garantizada es necesario que haya un nuevo sujeto?”. Y continuaba con las siguientes palabras que, en cuanto me alcanzan, debo transcribir íntegramente: “La Ley en el mecanismo de la hipoteca en garantía de emisión de obligaciones no admitió ese doble sujeto hasta que se inventó la figura del comisario, el cual tampoco es exactamente un

sujeto, sino un fiduciario, un representante de personas que han de venir y han de ratificar. Pero en todo caso se está admitiendo la manifestación de la parte. Exigir que haya entrega porque sólo así haya obligación, aplicando los esquemas de cuando surge la obligación en la letra de cambio, no me parece fácilmente trasplantable, puesto que la obligación, como título en masa, tiene un sistema de generación de la obligación distinto, por fases graduales, del de la letra de cambio que al ser título singular sí que, según la mejor doctrina, tiene como génesis de la obligación la entrega, o bien incluso, aunque la entrega ya sea viciada..., puede generarse la obligación por razones de protección a tercero conforme al artículo 19 de la Ley Cambiaria y del Cheque”.

Hay que suscribir íntegramente cuanto afirma JUAN REY, excepto, si se me permite, cuando me utiliza como argumento de la construcción que critica, pues simplemente yo no quise decir lo que quizá él haya entendido cuando escribí: “La mención en el título (al portador) de la escritura (de constitución de hipoteca) —cuando no nos hallemos ante una propia de emisión pública de obligaciones, sino ante alguna de aquellas a las que antes me he referido (p. ej. la calificada en este recurso) nos remite a la nada, a un simple acto unilateral de creación de títulos; no es el nombre del primer tenedor del título al portador el que nos falta, es que nos falta toda la relación negocial que justifique la creación documental y la garantía hipotecaria”.

En definitiva si una persona física quiere emitir títulos de inversión —obligaciones u otros valores— deberá acogerse a la normativa que rige el sistema y que ha ido quedando desbrozada, y, cumpliendo esa normativa, las emitirá unilateralmente —si la presencia del Comisario no le atribuye carácter de parte—, declarará la suscripción unilateralmente (art. 275 RRM) y cancelará la hipoteca unilateralmente si median los requisitos y circunstancias del artículo 156 LH.

Si la persona física —o jurídica— para evitar aquella normativa, quiere configurar los títulos como efectos de comercio, deberá obedecer igualmente a la normativa que rige el sistema. Quizá nuestro sistema mercantil tolere unos tales títulos emitidos al portador. No lo creo a tenor de lo expuesto. Pero de lo que estoy convencido es de que nuestro sistema de publicidad hipotecaria no tolera una garantía tal como resulta de la hipoteca de dichos títulos. Ello con vista a tres consideraciones básicas:

1. Es cierto que la existencia jurídica de un título requiere de su apropiación por un tercero. Sin entrar en las discusiones sobre la causa de la obligación incorporada al título, evidentemente éste no puede existir, para el mundo jurídico, en tanto no salga de la mano del firmante. La circunstancia de poner el acento en la entrega destaca la inexistencia de la cosa hasta ese momento. No existiendo el documento, menos podrá existir la obligación que aquél quiere representar.

Sin embargo, esta idea, aplicada consecuentemente, nos llevaría a repudiar por “inexistencia de objeto” la hipoteca cambiaria de constitución unilateral, doctrinalmente consagrada.

El problema pues no radica tanto en la entrega cuanto en la pluricausalidad que la cláusula al portador atribuye al título, de modo que este nace antes que la obligación que viene a representar. Por ello la hipoteca en estos términos equivale a decir: “si algún día quiero obligarme, esa obligación quedará garantizada con esta hipoteca”. Por ello creo que la presencia del primer tomador en la escritura quizá garantice la bilateralidad, quizá resuelva pragmáticamente, por

defunción, el problema, pero no soluciona las dificultades jurídicas porque, salvo que lo garantizado sea la relación negocial entre el emitente y el primer tomador y no ya el título en sí mismo —extremo al que al final dedicaré unas líneas— la polivalencia del título al portador mantiene íntegramente la abstracción de la deuda en términos que, como dice la Dirección General, “el principio de especialidad, aún entendido con la flexibilidad que impone la admisión de las hipotecas de seguridad”, no puede soportar.

2. Decía don JERÓNIMO GONZÁLEZ (58) que “si desarrollásemos muchísimo la hipoteca de seguridad llegaríamos a una amortización parecida a la de la época feudal”. Observación que puede parecer desmesurada pero que es de una profundidad magnífica, a tener en cuenta en las nuevas fórmulas de aherrojamiento de la voluntad del deudor por vía de la garantía.

Si eludimos toda exigencia de verosimilitud a la deuda futura garantizada con hipoteca, o lo que es lo mismo, si cualquier deuda futura, cuya elección pudiera corresponder tanto al hipotecante como a un tercero, pudiera quedar garantizada con hipoteca, no cabe duda de que el valor de garantía de la finca hipotecada quedaría amortizado.

En conclusión debemos eludir eufemismos y tibiezas y afirmar rotundamente que está prohibida en nuestro derecho la creación de títulos de deuda —llámense como se quiera— abstractos. Así lo manifestaba expresamente la Exposición de Motivos de la Ley de reforma hipotecaria de 30 de diciembre de 1944 —que, ocioso es decirlo, conservaba la hipoteca en garantía de emisión de obligaciones—: “Por consideraciones de tipo social no han sido reconocidas determinadas formas de garantía hipotecaria que ofrecen ciertas legislaciones extranjeras. Por la suma facilidad de su constitución y por estar desvinculadas de toda relación causal, pugnarían con básicos principios del ordenamiento civil patrio y con arraigados hábitos jurídicos, al par que, por su movilidad excesiva, podrían hallarse en oposición con la función social asignada a la propiedad”.

3. En último término quedaría el preguntarnos si cabría que, garantizada la relación negocial subyacente, ésta se incorporara simultáneamente a títulos al portador.

A primera vista pudiera pensarse que la vida de los títulos es ajena al Registro de la Propiedad en el que consta con suficiencia el crédito garantizado y el acreedor garantizado con la hipoteca, al modo de la distinción entre hipoteca cambiaria e hipoteca en garantía de relación subyacente representada por letras de cambio que ha consagrado la Dirección General.

No obstante, los problemas en cualquier caso son tan graves (59), que me voy a permitir concluir con las mismas palabras con las que concluí el comienzo de un ciclo, para mí, que hoy me parece absolutamente agotado: “Me pregunto si esa voluntad es divisible, si es conciliable en un crédito la simultánea publicidad cartular y tabular, en definitiva, si no hemos admitido con demasiada alegría la hipoteca en garantía de una relación crediticia representada (?) por letras de cambio, sin aprestarnos al tiempo a evitar la aparición, en sendos ámbitos, de terceros dignos ambos de una protección incompatible.

FERNANDO CANALS BRAGE

Registrador de la Propiedad

(58) D. JERÓNIMO GONZÁLEZ, “La hipoteca de seguridad”, cit.

(59) Pueden verse en el Comentario de MANUEL CASERO MEJÍAS a la RDGRN de 14 de octubre de 1986 (RCDI, núm. 583, noviembre-diciembre 1987).