**TEORÍA GENERAL DE LOS TÍTULOS-VALORES**

David Pérez Millán

Profesor Titular Derecho Mercantil UCM

**SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. CONCEPTO DE TÍTULO-VALOR. III. PROPIEDADES NORMATIVAS DE LOS TÍTULOS-VALORES. 1. Eficacia legitimadora. 2. Protección jurídico-real del adquirente sin mala fe o culpa grave. 3. Protección jurídico-obligacional del adquirente no doloso. IV. DOCUMENTOS DE LEGITIMACIÓN, TÍTULOS IMPROPIOS Y TÍTULOS-VALORES SIMPLES O EN SENTIDO AMPLIO. V. TIPICIDAD DE LOS TÍTULOS-VALORES. VI. CLASES DE TÍTULOS-VALORES. VII. DESINCORPORACIÓN O DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES**

**I. INTRODUCCIÓN**

Los títulos-valores son documentos que representan derechos de contenido patrimonial con la finalidad de facilitar y asegurar tanto el ejercicio como la circulación de esos derechos. Con la creación y emisión de esta clase de documentos se pretenden reducir las dificultades y los riesgos que según el Derecho común entraña la identificación del titular y la transmisión de derechos a fin de proteger su circulación y la seguridad del tráfico.

El Derecho especial de los títulos-valores o Derecho cartular es el resultado de un largo proceso de elaboración consuetudinaria, jurisprudencial, doctrinal y legal. Esa disciplina establece una cierta conexión entre el documento y el derecho o derechos que menciona. Los derechos, que por naturaleza son incorporales, intangibles o invisibles, se reflejan en un soporte material o físico que es susceptible de generar una situación objetiva de apariencia en la que puede descansar la confianza de quien lo adquiere sobre la existencia y titularidad de los derechos documentados.

Para expresar esa conexión se habla tradicionalmente de la incorporación del derecho en el título. No obstante, se trata de una imagen o metáfora, que solo puede usarse para sintetizar y explicar las normas especiales que se aplican a los títulos-valores. Algunas de esas normas se asemejan a las que rigen la transmisión de las cosas muebles. Otras tienen que ver, en cambio, con que la suscripción y emisión del título puede dar lugar a una relación jurídica distinta y autónoma de aquella por la que se creó el documento. Pero no puede olvidarse nunca que el título tiene siempre un carácter instrumental, y que su valor reside en los derechos que documenta, cuya circulación se protege solo y en la medida en que sea necesario para fomentar su negociación y tráfico.

El ordenamiento español carece de una disciplina general sobre los títulos-valores. Únicamente los títulos o efectos al portador reciben un tratamiento semejante (arts. 544 ss. CCom). Los demás títulos-valores se regulan en concreto: la letra de cambio, el pagaré y el cheque (Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque); el resguardo de almacén general de depósito (arts. 193 ss. CCom); el conocimiento de embarque (arts. 246 ss. Ley 14/2014, de 24 de julio, de Navegación Marítima); las acciones nominativas y al portador (arts. 92 y 113 ss. LSC), las obligaciones (arts. 412 ss. LSC).

Nuestra doctrina, influida sobre todo por la alemana y la italiana, ha elaborado una teoría general para todos los títulos-valores, fundamentalmente a partir de las propiedades normativas de los títulos cambiarios (letra de cambio, pagaré y cheque). El papel que desempeña una parte general de títulos-valores consiste en generar unos principios comunes para la interpretación, integración y aplicación de la disciplina de aquellos títulos previstos legalmente. Ha de tenerse en cuenta, no obstante, que esos principios o propiedades generales deben adaptarse a la clase de título-valor que en concreto se considere (títulos cambiarios, de tradición o representativos de mercancías, de inversión o de los mercados de capitales).

**II. CONCEPTO DE TÍTULO-VALOR**

Un título-valor en sentido estricto es un documento con eficacia legitimadora y esencialmente transmisible, es decir, predispuesto o destinado típicamente a la circulación en el sentido de que su adquirente de buena fe resulta protegido frente a los riesgos típicos de la cesión de créditos sobre la existencia, pertenencia y consistencia de los derechos documentados. Los títulos-valores *stricto sensu* son, por tanto, solo aquellos documentos a cuya circulación se aplican las reglas especiales del Derecho cartular; esto es, los títulos al portador y los títulos a la orden en el sentido técnico-jurídico con que esas expresiones se utilizan legalmente (cfr. arts. 194.I, 347.I y 545 CCom; arts. 14, 19, 24, 96 y 120 LCCh; arts. 120.2 y 412.2 LSC). Por tanto, el documento sirve para asegurar y simplificar el ejercicio, pero sobre todo la transmisión de los derechos documentados. A su circulación no se aplica la disciplina sobre la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporales (arts. 1527 ss. CC, 347 y 348 CCom), sino un régimen que recuerda en cierta medida al de los bienes muebles y la protección de su tráfico (arts. 464 CC, 85 CCom). En concreto, la utilización de este tipo de documentos tutela al tercer adquirente de buena fe del título mediante los llamados principios de adquisición de buena fey de limitación o inoponibilidad de excepciones (cfr. art. 545 CCom y arts. 19 II y 20 LCCh). Como otros documentos, los títulos-valores están además dotados de eficacia legitimadora para el ejercicio de los derechos documentados (cfr. arts. 19.I y 46.III LCCh), aunque esta propiedad no constituye una verdadera especialidad en relación con el Derecho común sobre obligaciones y contratos, y puede encontrarse también en otros documentos (documentos de legitimación, títulos impropios).

**III. PROPIEDADES NORMATIVAS DE LOS TÍTULOS-VALORES**

**1. Eficacia legitimadora**

Conforme a las reglas generales sobre las obligaciones y contratos, el deudor debe cumplir a favor del legitimado materialmente a recibir la prestación: el acreedor, su representante o cualquier otra persona autorizada a esos efectos (art. 1162 CC). No obstante, el deudor también se libera de su obligación si cumple de buena fe ante el legitimado aparente (art. 1164 CC), y en particular si lo hace a favor del cedente del crédito desconociendo la cesión (art. 1527 CC). Por ello, cuando debido a la contratación en masa o la transmisión del crédito, el deudor no conoce personalmente al acreedor, puede exigirle que pruebe su derecho, y el cesionario del crédito debe además notificar o comunicar la cesión al deudor para evitar que se libere cumpliendo de buena fe frente al cedente (art. 347 CCom).

En ese contexto, los títulos-valores cumplen una función de legitimación para el ejercicio de los derechos que mencionan que es común a otros documentos (documentos de legitimación o títulos impropios). Ahora bien, la legitimación cartular o documental nunca es legitimación material, sustantiva o de derecho (art. 1162 CC), sino legitimación formal, aparente o de hecho (art. 1164 CC). El legitimado documentalmente puede estarlo también materialmente para el ejercicio de los derechos documentados (porque es el propietario del título y titular de esos derechos o su representante), o bien no tener realmente derecho a la prestación (porque robó el título o lo adquirió en virtud de un negocio nulo o ineficaz).

El supuesto de hecho de la legitimación cartular o documental es la posesión del título según su forma de legitimación (posesión cualificada o *ad legitimationem*). En todos los casos se requiere la posesión del documento: bien la mera tenencia (ejercicio del derecho por parte de un representante), bien la posesión mediata (ejercicio del derecho por parte del propietario de títulos objeto de depósito). En algunos documentos basta con la posesión del documento (títulos al portador), mientras que en otros es además necesario el concurso de ciertos elementos formales: la designación del nombre del poseedor en el título (títulos nominativos), o su mención en el último de una cadena regular y no interrumpida de endosos, que son cláusulas documentales en las que debe figurar, además del nombre del actual poseedor, la firma del emisor y los sucesivos transmitentes del título, ordenando al deudor que pague al tenedor del documento o a quien este a su vez ordene (títulos a la orden). En suma, el tenedor o portador del título debe ser en ocasiones su poseedor cualificado, en los términos indicados, para resultar legitimado documentalmente.

Los efectos que derivan de la posesión del título con arreglo a su forma de legitimación (nominativa, a la orden o al portador) se denominan legitimación pasiva y activa, según beneficien al deudor o al legitimado documentalmente. La *legitimación pasiva* es la posibilidad de que el deudor se libere, pagando sin dolo o culpa grave al legitimado conforme al título, aunque este no tuviese en realidad derecho a la prestación (art. 46.III LCCh). El deudor se libera incluso cuando conociese la falta de titularidad (o de legitimación material) del poseedor cualificado del documento, siempre y cuando no dispusiera de pruebas líquidas (seguras) para contestar su pretensión ni pudiese obtenerlas con una mínima diligencia. La legitimación pasiva no es sino consecuencia de la titularidad o legitimación aparente del poseedor del título (art. 1164 CC).

A la inversa, se denomina *legitimación activa* a la posibilidad de que el legitimado conforme al título exija el cumplimiento de la prestación documentada sin necesidad de probar su derecho de otro modo, en la medida en que se le considera portador legítimo del título (art. 19.I LCCh). A aquellos que se opongan al cumplimiento a su favor, incluido el deudor, les corresponde probar que en realidad no tiene derecho al cumplimiento. No obstante, el legitimado según el título no goza de una facultad o poder jurídico con independencia de su derecho a recibir la prestación, sino que la posibilidad de ejercer el derecho queda siempre condicionada a la buena o mala fe del deudor (art. 46.III LCCh). La legitimación activa constituye, pues, una mera presunción relativa de la titularidad del derecho documentado (o de la legitimación material para recibir la prestación). El legitimado documentalmente está legitimado aparentemente a exigir el cumplimiento (art. 1164 CC), sin perjuicio de que pueda estarlo también materialmente (art. 1162 CC).

La legitimación cartular o documental despliega también efectos más allá del ejercicio de los derechos documentados, pues constituye uno de los elementos que integran el supuesto de hecho de su adquisición *a non domino* y de la limitación o inoponibilidad de excepciones que el deudor puede oponer o hacer valer frente al adquirente del título (arts. 19.II y 24.II LCCh). Solo quien adquiere el título según su ley de circulación y lo posee conforme a su forma de legitimación puede gozar de la especial protección que depara el Derecho de los títulos-valores.

En todo caso, el legitimado documentalmente puede ser el destinatario originario de la prestación o el adquirente sucesivo de los derechos documentados. Como los títulos-valores están destinados a la circulación, el deudor debe contar con esa posibilidad, por lo que no se libera pagando a un acreedor anterior desprovisto del documento ni el eventual adquirente del título tiene la carga de notificarle la transmisión a su favor (cfr. arts. 1527 CC y 347 CCom). Para no quedar expuesto al riesgo de tener que repetir el cumplimiento, el deudor para cumplir puede exigir la exhibición o presentación del título, pruebas de que el título ha sido objeto de depósito y no se ha dispuesto ni se puede disponer del mismo, o, en caso de pérdida involuntaria del documento, la observancia de un procedimiento público de amortización, dirigido a privar de valor al título evitando que pueda ser adquirido de buena fe por un tercero que pudiera posteriormente reclamarle el cumplimiento de los derechos documentados (arts. 132 ss. Ley de Jurisdicción Voluntaria y art. 78 Ley del Notariado).

**2. Protección jurídico-real del adquirente sin mala fe o culpa grave**

De conformidad con las reglas sobre la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporales, el cesionario no adquiere el crédito si por cualquier motivo el cedente no era realmente su titular. El cesionario soporta de este modo los riesgos de existencia del derecho y de su pertenencia al cedente (cfr. art. 1529.I CC). En otras palabras, rige el principio de que nadie puede dar lo que no tiene (*nemo dat quod non habet*).

En cambio, el tercer adquirente de buena fe de un título-valor queda protegido frente al riesgo de la falta de titularidad del transmitente. Es decir, se puede adquirir *a non domino* el título y, sobre todo, los derechos que menciona (arts. 545 CCom y 19.II LCCh). Para expresar esta propiedad se emplean las expresiones autonomía en sede real o protección jurídico-real por su semejanza con la tutela que ofrece nuestro Derecho civil al adquirente de bienes o cosas muebles (arts. 464 CC, 85 CCom). Esa semejanza explica también que se hable de incorporación del derecho en el título. Pero existen importantes diferencias entre la tutela que reciben el adquirente de cualquier bien mueble y el de un título-valor, porque el fundamento para la protección de este último radica exclusivamente en su confianza en la situación objetiva de apariencia generada por el título, que se protege en última instancia para favorecer la circulación de los derechos documentados.

En consecuencia, y a diferencia de lo que sucede en el Derecho civil (cfr. art. 464 CC), presupuesto de la adquisición *a non domino* de un título-valor puede ser la desposesión tanto voluntaria como involuntaria del documento: la emisión o disposición por parte de un representante sin poder o por quien carecía de facultad para transmitirlo, la falta o vicios del consentimiento en su emisión o en anteriores transmisiones, el extravío o sustracción del título. Cuando la ley se refiere a la desposesión por cualquier causa que fuere (art. 19.II LCCh), se está refiriendo tanto a supuestos en los cuales el título ha salido de manos de su anterior poseedor por un acto voluntario pero ineficaz como por un acto totalmente involuntario.

­Para que sea digna de tutela, la adquisición ha de derivar de un negocio jurídico a título oneroso, y el documento debe haberse adquirido conforme a su ley de circulación (entrega y, en su caso, endoso). Por tanto, el adquirente ha de estar legitimado conforme al título: en los títulos al portador es necesario que haya adquirido su posesión (art. 545 CCom); en los títulos a la orden, además, que justifique su derecho por una serie regular y no interrumpida de endosos (art. 19 LCCh).

A fin de resultar protegido, el adquirente además debe ser un tercero. Se discute, no obstante, si se tutela la adquisición de buena fe cuando el transmitente es jurídica y formalmente el mismo titular desposeído del título: en concreto, los casos de adquisición directa o inmediatamente de un incapaz o de una persona que carecía de autorización o poder para transmitir el título, y en los que no puede hablarse en puridad de una adquisición *a non domino*. Mientras algunos autores defienden en tales casos también la protección del adquirente directo o inmediato, otros entienden que solo se tutela al subadquirente de buena fe, es decir, al que adquiere sucesivamente de quien, a su vez, lo había hecho del incapaz o de la persona sin autorización o poder para transmitir el título.

En cuanto a la buena fe del adquirente, consiste en que desconozca la falta de titularidad del transmitente o, en términos más generales, la inexistencia o ineficacia del negocio de emisión o transmisión del título. La buena fe no se reduce, sin embargo, al desconocimiento de esos extremos, sino que también se precisa la ausencia de culpa grave; es decir, no se protege al adquirente que no haya empleado aquel mínimo de diligencia que le hubiera permitido conocerlos (cfr. arts. 545 CCom y 19.II LCCh).

Aunque literalmente se establece que el título no estará sujeto a reivindicación (art. 545 CCom) o que su adquirente no estará obligado a devolverlo (art. 19.II LCCh), el tercero de buena fe adquiere la propiedad del documento y la titularidad de los derechos que menciona. Esa clase de tutela se traduce también en la limitación de ciertas excepciones oponibles por parte del deudor en otro caso. La doctrina distingue así una serie de excepciones, que se refieren a la relación jurídica documentada (excepciones de validez o de falta de titularidad), y cuya limitación o inoponibilidad tiene su fundamento en la apariencia que genera el título. Cuando no se reflejan en el título, el deudor solo puede hacer valer estas excepciones frente al tercero que lo adquiere de mala fe o con culpa grave (*exceptio mala fidei o culpa grave*) (arts. 12 y 19.II LCCh).

A fin de evitar su adquisición por un tercero de buena fe, el titular de los derechos documentados desposeído del título puede acudir a los procedimientos de amortización legalmente previstos para su pérdida involuntaria (sustracción, extravío o destrucción) (arts. 132 ss. Ley de Jurisdicción Voluntaria y art. 78 Ley del Notariado). Se trata de procedimientos públicos o por proclamas, diseñados para que, si no media oposición de quien afirme ser el verdadero titular de los derechos documentados, en cuyo caso el conflicto ha de resolverse judicialmente, se priva de valor, anula o amortiza el título, impidiendo en lo sucesivo su posible adquisición de buena fe. En todo caso, el titular que sufre la pérdida de sus derechos como consecuencia de la adquisición de buena fe por otro dispone de una acción de daños y perjuicios contra quien transmitió indebidamente el título (*ex* arts. 1101 o 1902 CC).

**3. Protección jurídico-obligacional del adquirente no doloso**

Con arreglo a los principios que rigen la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporales, el deudor puede hacer valer frente al deudor todas las excepciones derivadas de relaciones personales con anteriores acreedores del mismo crédito (cfr. arts. 149.II LH y 1189 CC). En otras palabras, la cesión se configura legalmente como sucesión, y el cesionario solo puede hacer valer el mismo derecho que correspondía al cedente (*cessionarius utitur iure cedentis*).

Por el contrario, la posición del adquirente de un título-valor en sentido restringido se protege de modo que el deudor no puede oponerle las excepciones basadas en sus relaciones personales con anteriores poseedores del título, salvo que al adquirirlo hubiese actuado a sabiendas en perjuicio del deudor (arts. 20 y 67.I LCCh). Para aludir a esta propiedad normativa se utilizan las expresiones literalidad, abstracción, autonomía en sede obligacional, protección jurídico-obligacional.

Esta clase de tutela se ha construido a partir del régimen de las excepciones frente a la acción cambiaria, y su fundamento radica en la abstracción, autonomía o independencia de la relación documentada frente a otras relaciones personales entre el deudor y anteriores tenedores de la letra de cambio a las que el adquirente del título es ajeno. También aquí se protegen únicamente las adquisiciones en virtud de un negocio a título oneroso y conforme a la ley de circulación del título (entrega y, en su caso, endoso). El adquirente debe ser un tercero no doloso, que al adquirir no haya actuado a sabiendas en perjuicio del deudor (*exceptio mala fidei*) (arts. 20 y 67.I LCCh). A la inversa, no se protege al adquirente que conoce la excepción y es consciente de que al adquirir causa un perjuicio esencial al deudor.

La extensión de esta propiedad a títulos distintos de los cambiarios ha resultado especialmente problemática, hasta el punto de hacer dudar de la caracterización de algunos documentos como títulos-valores. Por eso aún hoy se distingue entre títulos abstractos y causales, según la incidencia de la relación subyacente a la emisión o transmisión del título en la posición del tercer adquirente. Con todo, ha de diferenciarse entre los distintos títulos-valores que se califican como causales.

Los títulos de tradición o representativos de mercancías (conocimiento de embarque, resguardo de almacén general de depósito) son títulos causales en un sentido amplio, en la medida en que incorporan una prestación negocial típica. Por medio de esos documentos solo pueden representarse obligaciones reconducibles a un tipo contractual específico (contrato de transporte marítimo, contrato de depósito). El régimen legal de esos contratos es oponible a cualquiera, pero no pueden hacerse valer frente al tercer adquirente de buena fe y sin culpa grave excepciones derivadas de la concreta relación básica o fundamental que dio lugar a la creación y emisión del título, salvo por lo que hace a aquellas circunstancias que tengan reflejo en el documento (cfr. arts. 194.I CCom y 248.2 y 255 ss. LNM).

La proyección de la tutela en sede obligacional característica de los títulos-valores sobre las acciones encuentra aún mayores dificultades. Con todo, la aplicación del artículo 20 LCCh se extiende legalmente a las acciones nominativas (art. 120.2.II LSC), y la doctrina considera ese precepto aplicable por analogía también a las acciones al portador. En consecuencia, puede a lo sumo concluirse que la protección del tercer adquirente de buena fe en sede obligacional tiene en las acciones un ámbito de aplicación más reducido. Las excepciones derivadas de la relación societaria que está en el origen de la emisión o la transmisión de las acciones son por lo general oponibles *erga omnes*, tanto si se fundan en disposiciones legales como si tienen su origen en cláusulas estatutarias. No obstante, determinadas excepciones solo son oponibles frente a cualquiera si en el documento constan efectivamente las menciones que se exige legalmente que figuren en el título (art. 113 LSC), mientras que, en caso contrario, solo son oponibles al adquirente de mala fe o con culpa grave (*ex* art. 19.II LCCh al que remite el 120.2.II LSC). Las excepciones derivadas de otros pactos, acuerdos o situaciones personales entre la sociedad (o los demás socios) y anteriores titulares de los derechos inherentes a las acciones solo pueden hacerse valer frente al adquirente doloso, que las adquiera a sabiendas en perjuicio de la sociedad (*ex* arts. 20 LCCh al que igualmente reenvía el 120.2.II LSC).

**IV. DOCUMENTOS DE LEGITIMACIÓN, TÍTULOS IMPROPIOS Y TÍTULOS-VALORES SIMPLES O EN SENTIDO AMPLIO**

Se habla genéricamente de título impropio o documento de legitimación para designar todos aquellos documentos que por su función se encuentran entre los títulos-valores en sentido estricto o restringido (títulos-valores circulantes, cualificados, de fe pública) y los documentos meramente probatorios de un crédito. Con la expresión títulos impropios se pone el acento en aquellas propiedades de los títulos-valores de las que estos documentos carecen (la posibilidad de una adquisición *a non domino* y la limitación o inoponibilidad de excepciones). Al hablar de documentos de legitimación se destaca lo que comparten con los títulos-valores (la eficacia legitimadora para el ejercicio de los derechos documentados).

En efecto, todos esos documentos comparten con los títulos-valores en sentido estricto la función de legitimación para el ejercicio de los derechos que mencionan, pero puede diferenciarse dos clases de documentos según legitimen a su poseedor exclusivamente como el titular originario de los derechos documentados o además como su posible cesionario. Cuando el deudor no predispone el título ni siquiera para facilitar la cesión de los derechos documentados, estos circulan no solo con los efectos, sino también con las formas de la cesión ordinaria de créditos. El cesionario, aunque esté en posesión del título, debe comunicar la cesión al deudor para impedir que se libere pagando de buena fe al cedente (arts. 1257 CC y 347 CCom). Ejemplos de esta clase de documentos son las fichas de guardarropa, los resguardos de objetos en reparación, los tickets de aparcamiento, los billetes de lotería, los billetes de transporte de personas, o las pólizas de seguro nominativas. Cuando el deudor predispone el título para la transmisión de los derechos documentados aunque sea con los efectos de la cesión, el cesionario queda dispensado de notificar o comunicar la cesión al deudor para evitar un pago liberatorio de buena fe al cedente, en la medida en que el deudor ha predispuesto un instrumento para la identificación del destinatario del cumplimiento considerando la posibilidad de una transmisión. Ejemplos de este tipo de documentos son las pólizas de seguro a la orden o al portador.

Se habla también de títulos-valores simples o en sentido amplio para designar aquellos documentos cuya tenencia, se dice, es necesaria para el ejercicio del derecho documentado. La regla por la que el deudor que paga al cedente desconociendo la cesión (art. 1257 CC) dejaría de aplicarse porque el deudor solo debe pagar contra la presentación del documento. Al contrario, la aplicación de esa regla solo debe excluirse cuando el deudor ha predispuesto un documento que facilita la transmisión de los derechos documentados y debe por ello tener en cuenta una posible cesión, lo que en principio sucede exclusivamente con documentos circulantes, es decir, emitidos a la orden o al portador. También se ha pretendido deducir de la necesidad del documento para el ejercicio del derecho que, en caso de pérdida involuntaria del título, deberían aplicarse analógicamente los procedimientos de amortización legalmente previstos para los títulos-valores en sentido estricto. Sin embargo, esos procedimientos se caracterizan por estar dotados de publicidad y venir dirigidos a obtener una declaración que prive de valor al título o lo amortice para evitar una adquisición *a non domino* del documento y los derechos que menciona. Cuando esa posibilidad no existe, porque los derechos documentados se transmiten en todo caso con los efectos de la cesión ordinaria, falta la identidad de *ratio* que consiente la analogía.

**V. TIPICIDAD DE LOS TÍTULOS-VALORES**

Respecto de los títulos-valores en sentido estricto la mayoría de la doctrina defiende un *numerus clausus*, de suerte que los particulares no pueden crear nuevas clases de títulos al margen de los tipificados legalmente. La razón es que a la transmisión de los títulos-valores se aplica un régimen especial frente al común sobre la cesión de créditos, que no solo afecta a transmitente y adquirente, sino a terceros que pueden verse perjudicados como consecuencia de la adquisición *a non domino* del título y los derechos documentados. Respecto de cualquier otra clase de título, en cambio, no hay ninguna razón para limitar la creación de documentos atípicos, puesto que la transmisión de los derechos documentados tiene lugar con los efectos de la cesión ordinaria de créditos.

**VI. CLASES DE TÍTULOS-VALORES**

Los títulos-valores pueden clasificarse con arreglo a distintos criterios, algunos de los cuales pueden también proyectarse sobre otros documentos con eficacia legitimadora.

Precisamente por su forma de legitimación o ley de circulación, los títulos-valores y otros documentos de legitimación suelen dividirse en títulos al portador, títulos a la orden, y títulos nominativos o directos. A cada forma de legitimación corresponde una ley de circulación. Los títulos-valores al portador son aquellos en los que no se designa nominalmente al legitimado por el título, que es por tanto su mero poseedor. Para su transmisión conforme al Derecho de títulos-valores, es suficiente con la entrega o tradición del título. Los títulos-valores a la orden y los títulos nominativos son documentos que designan nominalmente al legitimado por el título. Los títulos-valores a la orden permiten el cambio del nombre del legitimado en el documento y se transmiten con los efectos del Derecho cartular mediante su entrega y endoso. En ese sentido, las acciones nominativas son verdaderos títulos a la orden o endosables.

Los títulos nominativos o directos, en cambio, designan el nombre del legitimado sin permitir su sustitución en el documento. Los derechos que mencionan se transmiten con los efectos de la cesión ordinaria de créditos, y en consecuencia no son títulos-valores en sentido estricto. Al ser títulos de legitimación invariable, un eventual cesionario de los derechos documentados debe además probar por otros medios que esos derechos le corresponden. Por eso, como regla, no pueden considerarse títulos predispuestos o destinados a la circulación ni siquiera con los efectos de la cesión. No hay razón para entender que el deudor debe contar siquiera con una cesión de los derechos documentados y dejar de aplicar la protección que le ofrece el Derecho común para el caso de que cumpla a favor del cedente desconociendo la cesión (art. 1527 CC). Tampoco cabe aplicar por analogía los procedimientos legalmente previstos para la amortización de los títulos-valores *stricto sensu*, en la medida en que no es posible una adquisición *a non domino* de esos títulos y los derechos que mencionan.

Por lo demás, las formas de legitimación al portador o a la orden no son exclusivas de los títulos-valores. Cualquier documento con eficacia legitimadora puede emitirse de cualquiera de esas formas, incluso algunos permiten elegir entre ellas. Por ejemplo, la póliza de seguro puede ser al portador, a la orden y también nominativa. En ninguno de esos casos se está ante un título-valor en sentido estricto, pues no es posible una adquisición *a non domino* de los derechos representados en la póliza ni se limitan las excepciones que el asegurador puede hacer valer frente a su adquirente. Como se ha indicado, títulos-valores *stricto sensu* son solo los títulos al portador y a la orden en sentido técnico-jurídico, cuando estas expresiones se usan para referirse a aquellos documentos sometidos a las especialidades en cuanto a su circulación previstas en el Derecho cartular.

Considerando su modo de emisión, se diferencia entre títulos-valores emitidos individualmente (letra de cambio, cheque, conocimiento, resguardo), y títulos emitidos en masa o en serie (obligaciones, títulos de deuda pública, acciones), en los que el emisor expide en un solo acto una pluralidad de títulos con características y contenido homogéneos. Esta clasificación se corresponde con la tradicional distinción de origen francés entre efectos de comercio y valores mobiliarios.

Habida cuenta de su función económica, se distinguen, en primer lugar, los títulos de pago o de crédito (letra de cambio, cheque, pagaré), cuya emisión o negociación tiene una función solutoria o crediticia; en segundo lugar, títulos de inversión o títulos del mercado de capitales (obligaciones, títulos de deuda pública, certificados de participación en fondos de inversión colectiva, acciones), que sirven a sus emisores para reunir capital, y a sus adquirentes para invertirlo; y en tercer lugar, los títulos representativos de mercancías o títulos de tradición (conocimiento de embarque, resguardo de almacén de depósito), que sirven principalmente para facilitar la disposición sobre las mercancías a las que se refieren.

Atendiendo al tipo de derecho documentado, se distingue entre los títulos-valores que mencionan un derecho de crédito (los títulos cambiarios, pero también las obligaciones, el conocimiento de embarque o el resguardo de almacén general de depósito); los títulos que representan un derecho real (cédulas o bonos hipotecarios); y los títulos que documentan la condición de accionista de una sociedad anónima (acciones).

Por la conexión entre el derecho documentado y la relación que da lugar a la emisión del documento se habla, por un lado, de títulos-valores constitutivos (letra de cambio, pagaré, cheque), cuya emisión determina el nacimiento de una nueva relación jurídica (cartular o cambiaria) distinta de la que da origen a la emisión o transmisión del título; y por otro lado, de títulos declarativos, que representan una relación jurídica previamente existente (conocimiento de embarque, resguardo de almacén general de depósito, obligaciones, acciones).

En relación con el anterior criterio y por referencia a la influencia de la relación subyacente, fundamental o causal en la posición del acreedor cartular, se diferencia entre títulos abstractos (títulos cambiarios) y títulos causales (las acciones), entre los que se situarían aquellos otros títulos en que la relación subyacente puede incidir en la relación documentada exclusivamente cuando tiene reflejo en el documento (conocimiento de embarque, resguardo de almacén general de depósito).

**VII. DESINCORPORACIÓN O DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES**

Se denomina desincorporación o desmaterialización de los títulos-valores al proceso mediante el cual se ha ido sustituyendo el título, es decir, el soporte documental o material, por otros medios o instrumentos para la representación de los derechos cuya circulación y tráfico se pretende favorecer.

El fenómeno de la desincorporación se ha producido con mayor intensidad respecto de los valores mobiliarios (títulos de inversión o del mercado de capitales), precisamente porque se trataba de documentos emitidos en masa y en serie. En los mercados de valores el número de títulos que se negociaba era muy elevado, con lo que su impresión, custodia y manipulación generaban importantes costes y riesgos.

En una primera fase la desincorporación se llevó a cabo mediante la introducción de un sistema de depósito colectivo para la administración de valores (*Depotgesetz* alemana de 1937). Objeto de transmisión eran entonces las cuotas de copropiedad sobre el conjunto de los títulos de la misma especie, que circulaban por el acuerdo entre transmitente y adquirente con la transmisión de su posesión mediata. De este modo se sustituía la entrega de los documentos. La protección de la transmisión propia del Derecho de los títulos-valores (adquisición *a non domino* y limitación o inoponibilidad de excepciones) se intentaba fundar en la posesión mediata de los títulos depositados. En cuanto al ejercicio de los derechos, la función de legitimación se atribuía al certificado de depósito acreditativo de la correspondiente cuota de copropiedad.

Algo semejante sucede en España entre 1974 y 1988. Los títulos-valores cotizados en bolsa, que desde hacía tiempo se encontraban habitualmente depositados en entidades autorizadas, devienen completamente fungibles, se pasa en unos años de depósitos especiales a depósitos colectivos, y los títulos acaban por permanecer almacenados e inmovilizados, transmitiéndose por transferencia contable, y ejerciéndose los derechos correspondientes mediante un certificado acreditativo del depósito de los valores en las entidades designadas a esos efectos.

En la última fase del proceso de desincorporación se prescinde de la creación de los títulos, primero respecto de los pagarés del tesoro (RD 1849/1981 y RD 656/1987), después de todos los valores de deuda pública (RD 505/1987 y RD 1009/1991). Finalmente, la Ley del Mercado de Valores de 1988 sustituye la representación de valores privados en papel por anotaciones contables en los registros de las entidades que participan en el sistema de negociación y contratación de esos valores, y la LSA de 1989 impone la representación en anotaciones en cuenta para las acciones y las obligaciones admitidas a cotización en mercados secundarios de valores, previsión que se generaliza luego a los demás valores cotizados (RD 116/1992, que desarrolla la LMV 1988).

No obstante, desde entonces y hasta la actualidad, a los valores representados mediante anotaciones en cuenta se les extienden las propiedades normativas de los títulos-valores: la eficacia legitimadora derivada de la inscripción registral, la posibilidad de una adquisición *a non domino* de los valores sin mala fe o culpa grave, y la limitación de excepciones que el emisor puede oponer a su adquirente de buena fe (cfr. arts. 10 y ss. TRLMV 2015; arts. 12 y ss. RD 878/2015).

Esto corrobora que la incorporación constituye un mero expediente teórico, con el que únicamente se trata de explicar la aplicación a los derechos, por naturaleza incorporales, de principios semejantes a los que rigen la circulación de bienes o cosas muebles. En el fondo, la representación documental (cartular) y registral (tabular) persiguen los mismos fines, aunque la técnica empleada sea distinta, y ello influya tanto en los fundamentos jurídicos como en el alcance de la tutela que se ofrece al adquirente de valores para fomentar y proteger su negociación y tráfico. Pero, en todo caso, el valor reside siempre en los derechos documentados cuya circulación se trata de favorecer.