

## **TEMA 3 : MERCADOS DE RENTA VARIABLE : LAS BOLSAS O MERCADOS DE VALORES"**

### **3.1.- LA BOLSA: ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO**

**3.1.0-INTRODUCCIÓN :** Las Bolsas son instituciones de carácter económico que tienen por objeto la contratación pública mercantil de los valores negociados en ella, canalizando la oferta y la demanda de los inversores y la publicación oficial de los precios derivados de las transacciones que en ellas se realizan.

Las Bolsas de un país, constituyen, hoy, el principal mercado financiero, dentro de los sistemas financieros de los países desarrollados, por un lado, los inversionistas acuden a ella aportando sus capitales para comprar los títulos ya emitidos por las empresas privadas o el sector público y, a su vez, las empresas acuden a él en busca principalmente de financiación, lo que les permite, la obtención de capital para sus proyectos y su desarrollo.

Es por ello que se considera el grado de desarrollo de la Bolsa de un país como un indicador representativo del desarrollo económico, cuanto más desarrollada esté, más posibilidades habrá para el crecimiento de las empresas y, por tanto para el Producto Interior Bruto del país.

#### **3.1.1.-LA BOLSA. ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO**

En principio, se pueden distinguir tres segmentos ó divisiones:

1º) **Mercado de valores primarios ó de emisiones**, (mercado gris), oferta y demanda de los títulos que van a empezar a cotizar en el mercado bursátil. Relación directa entre el emisor y suscriptor de los títulos.

2º) **Mercado secundario organizado ó mercado bursátil** propiamente dicho, oferta y demanda de los títulos ya previamente emitidos y admitidos a negociación.

3º) **Segundo mercado**, con características similares a las del mercado bursátil, pero destinado a empresas que, por su dimensión o volumen de contratación no pueden acceder al mercado bursátil propiamente dicho.

#### **I) CARACTERISTICAS DE LAS BOLSAS :**

1º) **Es un mercado establecido**, es decir solo operan profesionales, (Miembros de la Bolsa), agentes ó *corredores*, que compran y venden acciones y otros valores, según las ordenes de sus clientes.

Solo los *corredores* autorizados, previa compra de los derechos correspondientes, están facultados para hacer operaciones en la bolsa.

2º) **Es un mercado organizado**, además de ofrecer el lugar y los medios que permiten a los compradores y vendedores estar en contacto de forma regular,

dispone del mecanismo necesario para garantizar la correcta conclusión y liquidación de las negociaciones.

3º) Las bolsas, públicas ó privadas, están reguladas, la calidad de miembro de una bolsa está casi siempre estrictamente regulada, para ofrecer garantías de seriedad a los inversionistas que desean efectuar operaciones de riesgo. Del mismo modo las bolsas de valores fijan normas para que una compañía determinada pueda cotizar sus acciones en el mercado e capitales, ofreciendo así mayores garantías a los inversionistas.

4º) Existencia de una autoridad que controla y supervisa la totalidad del funcionamiento del mercado, además de los pertinentes reglamentos.

5º) Los precios formados en la Bolsa tiene las características de precio oficial.

5º) La no existencia física en el lugar de contratación los objetos ó valores sobre los que se realiza la negociación.

## **II) FUNCIONES DE LA BOLSA :**

1º) Canalización del ahorro, pone en contacto a las empresas con los ahorradores, generando un flujo de capitales.

2º) Liquidez, los valores negociados en el mercado bursátil, generalmente, pueden venderse, con bastante rapidez.

3º) Función social de movilización de la propiedad, ya que hace posible el acceso a el capital de las grandes empresas a pequeños ahorradores.

4º) Función de estimación, establece el valor de las empresas al determinar el valor de mercado de las mismas y, ese constituye, en el barómetro de la economía de un país.

5º) Función aseguradora, protección de los inversores frente al fraude, al tener este mercado organizado, una serie de garantías, autoridad controladora, reglamento...

6º) Función informativa del estado de opinión, tanto sobre las sociedades ó empresas, en las cuales invertir, (cotizaciones públicas), como sobre la Bolsa de un determinado país, (índices)

7º) Función de protección del ahorro frente a la inflación, a medio y largo plazo, la inversión en acciones, suele ser más rentable que en renta fija

## **III) ¿QUÉ SE VENDE EN LAS BOLSAS?**

■ ACCIONES: Es el más típico, de los objetos de contratación en Bolsa, hasta tal punto, que se identifica el mercado de acciones con el mercado bursátil, los tipos de emisión de acciones, más frecuentes son :

-- Acciones preferentes, otorgan algún derecho especial a su titular, normalmente de carácter económico, (dividendos extras), a costa de limitación a derechos políticos, (voto en las juntas generales).

-- Acciones sindicadas, forman parte de un bloque, no se pueden transmitir sin el acuerdo de los otros propietarios del bloque.

-- Acciones sin voto

-- Acciones de disfrute, acciones que permiten participar de forma limitada en los beneficios.

■ **RENTA FIJA** : Los derechos de los tenedores de renta fija, (acreedores de la entidad emisora), son muy diferentes a los de los titulares de acciones, (copropietarios de la empresa), entre los principales productos de renta fija, podemos resaltar:

-- Bonos y Obligaciones, partes alícuotas de una emisión realizada por una sociedad mercantil y que confieren a sus titulares el derecho al cobro de intereses y a la devolución de capital, en la fecha de amortización.

--Letras y Pagarés de Empresa, las letras, son valores emitidos por el Estado español al descuento, siendo los Pagarés de Empresa, la versión privada de las Letras, es decir, deuda emitida a corto plazo por entidades diferentes del Estado.

-- Bonos y Obligaciones Convertibles, también activos de renta fija, susceptibles de ser convertidos en una fecha y precio prefijados, en acciones.

Para responder a la cuestión que surge inmediata, ¿COMO SE VENDEN LOS “PRODUCTOS” ANTERIORES EN LAS BOLSAS?, se tratará a continuación :

### **3.1.2.-SISTEMAS DE NEGOCIACION--CONTRATACION EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS**

Los sistemas de contratación bursátil en el caso español los podemos clasificar en dos tipos :

1º).- **SISTEMAS CENTRALIZADOS** : Implican de un modo u otro la presencia física de los operadores en un lugar determinado, “parquet”, pudiendo existir ó no ayuda automatizada a la contratación, son los sistemas más clásicos y tradicionales. Dentro de estos sistemas, podemos distinguir tres tipos : Corros, Subastas, Automatizados

■ **El sistema oral ó de “corros”**, (“a la criée”), agrupa actualmente a las empresas, que no cumplen los requisitos mínimos para acceder al Mercado Continuo. Dicho mercado se realiza a lo largo de un corto periodo de tiempo, (de 10 á 20 minutos para cada sector económico cotizado). Se utiliza el sistema de “viva voz”, donde los agentes colocados en forma de corro, vocean los precios de las acciones y casan los precios entre ellos.

\***Esto es lo que se denomina, una contratación de “todos contra todos” y, al terminar 1.994 este mercado afectaba a 250 Sociedades de la Bolsa de Madrid : 101, Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM), 22 eran Sociedades de Inversión Inmobiliaria de Capital Variable, (SIMCAV), y de las restantes podían considerarse activas a unas 30 empresas.**

- **El sistema de subastas** ó el utilizado para la contratación de activos financieros a corto plazo, por ejemplo las Letras del Tesoro. El publicador va anunciando las ofertas de los valores presentados al descuento ó precio ofrecido, si no aparece demanda el publicador va bajando el precio, hasta el límite establecido por los tenedores.

\*En este caso estamos en una contratación denominada “uno contra todos”.

- **El sistema automatizado centralizado** permite a diferencia de los “corros”, la formación de un precio único en el que se equilibran oferta y demanda en la mayor proporción posible. En este caso estamos en una contratación denominada “par oposition”, porque los ordenantes que indican un precio de compra o venta, se están oponiendo a que el cambio marcado sea superior o inferior, respectivamente, al suyo.

\*Lo esencial de este mercado, no es el apoyo ó soporte informático, sino su procedimiento de formación de precios que tiende a ser único

## 2º).-SISTEMA DESCENTRALIZADO Ó MERCADO CONTINUO.

El sistema de compensación electrónica, se fue imponiendo en las bolsas españolas, siguiendo el modelo canadiense y francés, y convirtiéndose en un sistema de negociación descentralizado mediante ordenador, CATS, (Computer Assisted Trading System) y que desemboca 1.989 en la constitución del Mercado Continuo Español, actualmente, es este mercado donde se concentra el 99% de la contratación de la renta variable de las Bolsas Españolas.

### 2.º) 1.-EL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL:

2º.1.0.-INTRODUCCION :En este sistema, los operadores actúan a distancia, desde sus oficinas, las órdenes de compra y venta, se introducen por terminales de ordenador y en las pantallas van apareciendo constante y continuamente, los precios y situación del mercado. Esta negociación, se realiza a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español, (SIBE), sistema electrónico administrado y desarrollado por Sociedad de Bolsas S.A., sin embargo, la “continuidad” la inculcan en el mercado dos factores fundamentales :

**I.-LA NEGOCIACIÓN DIARIA**, todos los días laborables de Lunes a Viernes de 8.30h a 17.35h., dicho horario, podemos dividirlo en tres fases:

- Subasta de Apertura ó periodo de ajuste, desde las 8.30 a las 9h., destinado a la introducción y cancelación de propuestas. No hay cruce de operaciones.
- Mercado Abierto, periodo comprendido entre las 9 y las 17.30h., en el que se desarrolla la contratación en sesión abierta.
- Subasta de Cierre, de 17.30h a 17.35h.

**II.- LA DIVERSIDAD DE PRECIOS** alcanzados ó convenidos en dicho espacio temporal, siendo el sistema de contratación de precios no único, sino variable a lo largo de la sesión.

**II.1.-TIPOLOGIA DE ORDENES EN EL MERCADO CONTINUO**, se admiten tres tipos de ordenes en el mercado abierto y subastas :

- **Orden de Mercado**, orden sin precio de oferta/demanda, se negocia con un “recorrido” de los precios del lado contrario, sino encuentra contrapartida, queda libre, es decir sin precio limitado.
- **Orden Limitada**, orden a ejecutar a su precio límite ó mejor.
- **Orden por lo Mejor**, orden que se limita al mejor precio del lado contrario, la parte no ejecutada queda situada como orden limitada a dicho precio, sino existe contrapartida, no se admite dicha orden.

Además durante la fase de Mercado Abierto, (no subastas), todas las órdenes admiten las siguientes restricciones de ejecución :

- **Ejecutar ó Anular**, la orden debe ejecutarse inmediatamente, anulándose la parte que no se puede ejecutar.
- **Todo ó Nada**, orden ejecutada en su totalidad, en caso contrario, se anula.
- **Orden con Volumen Mínimo**, se especifica un volumen mínimo, de lo contrario, no se ejecuta.
- **Ordenes con Volumen Oculto**, (órdenes *iceberg*), permite al ordenante, introducir órdenes de elevado volumen, tanto de compra, como de venta, sin revelar su totalidad al mercado, el requisito es que, la cantidad especificada, tiene que ser igual ó mayor a 250 títulos.

## **II.2.-FASES DEL MERCADO CONTINUO :**

**1º.- Subasta de Apertura, (8.30h.-9.00h.).** Los participantes pueden introducir, modificar ó cancelar órdenes, aunque no se ejecutan hasta el final de la subasta. Se admiten los tres tipos de órdenes, Mercado, Limitada y Por Lo Mejor, pero, la única limitación que pueden llevar, es la de “*volumen oculto*”, también se introducen todas las órdenes de días anteriores, que permanecen en el libro de órdenes.

En esta subasta donde se forman los precios y al finalizar la misma tiene lugar la asignación de títulos, aunque de “forma anónima” es decir sin indicar la identidad del miembro contra el que se ejecuta la orden.

### **1º.1.- Las normas de formación de precios, en esta subasta de apertura son:**

- 1).-Se estable la “orquilla” ó precios límites, luego, se elige el precio al que se negocian mayor número de títulos.
- 2).-Si hay varios precios que respondan a volumen semejantes de títulos, se elegirá aquel que produzca menos desequilibrios.
- 3).-Si las dos condiciones anteriores coinciden, se escoge el precio del lado que tenga mayor volumen de títulos.
- 4).-Si las tres condiciones anteriores coinciden, se escogerá como precio de la subasta, el más cercano al último negociado

**1<sup>a</sup>.2.- Mercado Abierto, (sesión operativa de 9.00h a 17.35h),** en esta fase, se pueden introducir, modificar ó cancelar órdenes, también las no ejecutadas en la subasta de apertura permanecerán en el libro de órdenes, asimismo los valores que no hayan fijado precio en la subasta de apertura, quedan en situación de mercado abierto.

Las reglas de negociación que rigen esta fase del mercado se basan en :

**ENTRADAS: TIPOLOGIA DE LAS ORDENES ENTRANTES** ◀ — ►  
**SITUACION DEL MERCADO** —► **SALIDAS: TIPOLOGIA, ORDENES NO EJECUTADAS.**

**1<sup>a</sup>.3.- Subasta de Cierre, (17.30h.-17.35h.).** La sesión finaliza con una subasta de 5 minutos, con las mismas características que la de apertura. El precio resultante de esta subasta es el Precio de Cierre de la sesión.

En el caso de no exista precio de subasta, o bien, que se negocien menos de 500 títulos, se calcula el Precio Medio Ponderado, entre los precios correspondientes a las 500 últimas unidades de contratación negociadas.

Luego, el precio que resulte más cercano al Precio Medio Ponderado, en el caso de existir varios con el mismo diferencial, se elige, el último negociado. Solo en el caso de no haberse negociado 500 títulos durante la sesión, el Precio de Cierre será el de la sesión anterior.

Para terminar, otros ejemplos de mercados continuos tenemos, centralizado es el de Nueva York, con el NYSE, (New York Stock Exchange), y el AMEX, (American Stock Exchange), descentralizados son el de Londres, (desde el Big-Bang de 1.986) y el NASDAQ, (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) norteamericano.

### **3.2.- LA BOLSA EN ESPAÑA : EVOLUCION HISTORICA, ESTRUCTURA LEGAL Y SUJETOS DEL MERCADO**

**3.2.0.- EVOLUCION HISTORICA :** En España, podemos distinguir tres grandes etapas respecto a la evolución y las estructuras legales de las Bolsas :

#### **1<sup>a</sup>.- Periodo anterior a 1.940.**

Según varios autores, la Bolsa de Valores es una institución típica del capitalismo mobiliario, el advenimiento del capitalismo mobiliario no ocurre en España, hasta bien entrado el siglo XIX . Es, también en este periodo cuando se constituyen las bolsas españolas de Madrid, Bilbao y Barcelona

A partir de 1.825 se inician los empréstitos extranjeros y los Vales Reales, adquieren el carácter de títulos de crédito, es entonces, cuando se empieza a sentir en España la necesidad de la creación de las Bolsas.

En el interior del territorio, la negociación de los Vales Reales era irregular, clandestina y anárquica, en el exterior las Bolsas extranjeras de París, Londres, Ámsterdam y Bruselas, declaraban la guerra a los títulos españoles. Teniendo que arrastrar toda esta problemática, la Bolsa en España, no arraiga, hasta muy pasado el primer tercio del siglo XX.

Se han querido ver como antecedentes inmediatos, las Lonjas, Casas y Universidades de Contratación, así como, los Consulados de Comercio, sin embargo son instituciones distintas con órbitas de actuación diferentes, funcionaban como simples mercados de productos ó actuaban como verdaderas instituciones de tipo judicial.

Estos mercados, prácticamente, el único entronque que tenían con las Bolsas, era el elemento personal, en la institución del Corredor ó Mediador Oficial.

#### **LA BOLSA DE MADRID :**

La Bolsa de Madrid se crea en 1.831, como instrumento de difusión y negociación de los efectos públicos, los títulos de crédito ó comerciales, no habían tenido éxito, como ejemplo:

Las acciones de la Compañía Guipuzcoana de Caracas, las de Real Compañía de Filipinas, las del Banco de San Carlos..., ya que el monopolio que era su razón de ser, fue un obstáculo para que el ahorro particular se invirtiera y participara en estas instituciones.

Pero, no es hasta 1.846 cuando la Bolsa madrileña adquiere un auge extraordinario, motivado por la aparición en el mercado madrileño de las primeras operaciones sobre valores industriales y las operaciones a plazos, con este periodo termina la crisis general española y europea de 1.848.

Desde 1.846 hasta 1.886, (40 años), tiene lugar la regulación de las Bolsas, en el Código de Comercio de 1.885 y en el Reglamento "provisional" de la Bolsa de Madrid en 1.886, la bolsa de Madrid es la única existente en España, y sufre todos los vaivenes de orden económico y político del país:

Guerras, las crisis institucionales de la Monarquía y la República, movimientos de inflación y deflación..., según las circunstancias, se prohíben un tipo de operaciones y se permiten otras, incluso se deja en libertad la creación de bolsas privadas o se cercena este derecho.

#### **LA BOLSA DE BILBAO**

Creada en 21 de Julio de 1.890, procedía de una S.A. constituida con 50.000 ptas., de capital, suscrito por 29 accionistas, madereros, bacaladeros, banqueros y siderúrgicos su reglamento se redactó con las pautas del reglamento de la Bolsa de Madrid, aprobado en 1.886.

Hay que reseñar en esta Bolsa, dos importantes períodos:

**1º.-Finales del XIX**, se aportan grandes capitales indianos, después de la pérdida de Cuba, hecho, que coincide con las fuertes exportaciones de mineral y la constitución de sociedades de todo género, que desemboca en la gran crisis de 1.902--1.909.

**2º.- La primera Guerra Mundial**, expansión fabulosa debida al negocio naviero, luego, los malos momentos durante la Guerra Civil Española y la expoliación de documentos de la que fue objeto.

De resto podemos aplicar a esta Bolsa los mismos movimientos cílicos que la de Madrid, centrados sin embargo, en los valores locales como navieras, mineras, bancos y siderúrgicas.

#### **BOLSA DE BARCELONA**

La contratación sobre valores mobiliarios es conocida y difundida en Barcelona desde mediados del XIX y coincide prácticamente con la primera expansión de la Bolsa de Madrid.

Sin embargo, el llamado "*Bolsín Catalán*" no tenía carácter oficial de Bolsa, sus inicios se sitúan en la tradición de las Lonjas de Comercio, siglos XII y XIII, se organizó después el Casino Mercantil y posteriormente el Mercado Libre de Valores de Barcelona, centros poderosos de contratación y especulación.

Al comienzo de la I Guerra Mundial, 1.914, el "*Bolsín*" sufrió grandes dificultades en la liquidación de las operaciones a plazos, con lo cuál sufrió una intervención por parte del poder público, que establece determinadas normas, para sus operaciones, dichas normas, constituyeron lo que históricamente se denominó, "*matanza*".

En 1.916 se crea oficialmente la Bolsa de Barcelona, con el objetivo de paliar todas estas irregularidades, lo que no obvió, que, los antiguos Corredores Libres, siguiesen operando en el Mercado Libre de Valores de Barcelona.

Entre ambas Instituciones se estableció una fuerte batalla, en la que el Mercado Libre, llevó la mejor parte, apoyado por la Banca local catalana, después de la guerra, este Mercado Libre, fue suprimido y sus Corredores incorporados paulatinamente a la organización oficial bursátil, la Bolsa Catalana, también se adaptó al Reglamento de la Bolsa de Madrid.

En resumen, las tres bolsas españolas, van recogiendo la transformación industrial, el auge de primeros de siglo, la Primera Guerra Mundial, (1.914),

la Dictadura y la República, el 18 de Julio de 1.936, fueron clausuradas y hasta Febrero de 1.940 no retoman su marcha normal.

**2º.-Período que abarca desde 1.940 a 1.988.**

Este periodo comienza al terminar la guerra civil española y se considera concluido en el año, 1.988 en el que se promulga la Ley del Mercado de Valores, (LMV, 28/07/1.988).

Esta ley, regula la Bolsa de Valores como mercados secundarios oficiales, correspondiendo su creación al Gobierno, salvo que se trate de bolsas ubicadas en territorios de Comunidades Autónomas, cuyos Estatutos de Autonomía les reconozcan competencias al efecto, en cuyo caso la competencia para su creación corresponderá a dichas comunidades, aunque requerirá la conformidad del Gobierno.

Sería interesante, reseñar, en este periodo:

- Años, 1.947 (crisis inmobiliaria) y 1.957, periodos de letargo e inflación.
- Desde 1.958 hasta 1.980, fase de estabilización y desarrollo económico.
- En la década de los setenta, el impresionante desarrollo de las Instituciones de Inversión Colectiva y especialmente los Fondos de Inversión, produce un gran crecimiento y posterior depresión.
- Creación Oficial de la Bolsa de Valencia en 1.980.
- “La Década Prodigiosa”, 1.980—1.990, fue la que con sus ganancias y pérdidas situó nuestras Bolsas en los contextos internacionales.

**3º.- Período desde 1.989 en adelante.**

En julio de 1.989, entra plenamente en vigor la LMV y supone un verdadero intento de reforma del mercado de valores en profundidad, pudiendo resumir los principales parámetros de la reforma en los siguientes:

- 1º) Se pasa del modelo de Bolsa latina, federatarios públicos y bajos aranceles a un modelo de Bolsa anglosajona, “brokers” y “dealers” con comisiones libres.
- 2º) Creación de la CNMV, (Comisión Nacional del Mercado de Valores) a imagen de la SEC, (Securities and Exchange Commisions), americana.
- 3º) Interconexión de los “parquets” mediante un sistema informatizado, basado en la negociación continua.

**4º) Se abre la posibilidad de la creación de mercados derivados, como los de futuros y opciones.**

**5º) La práctica desaparición de los agentes mediadores individuales y sustitución de los mismos por las AVB, (Agencias de Valores y Bolsa) y las SVB, (Sociedades de Valores y Bolsa)**

**\*Agencias, papel de “broker”, Sociedades, papel de “broker-dealer”**

Desde 1.990 hasta la actualidad, el proceso está marcado por la integración de España en el Eurosistema, aunque, el 1 de Enero de 1.999 la soberanía monetaria de los países miembros de la Unión Europea, pasó al SEBC, (Sistema Europeo de Bancos Centrales), el tema de la creación de la “Bolsa Europea”, sigue siendo actualmente objeto de estudio y litigio.

Por último, en esta revisión histórica, la constitución el 15 de Febrero del 2.002 del *holding* Bolsa y Mercados Españoles, que integra las bolsas, los mercados de renta fija y de derivados y los sistemas de compensación y liquidación.

Dicha sociedad, presidida por Antonio Zoido, cuenta, con un capital fundacional de 1'3 millones de euros, 130 accionistas y, presenta un potencial significativo y equiparable con cualquiera de los mayores mercados europeos.