



**Análisis jurídico del mercado gris en títulos representativos de deuda privada en Colombia**

Isabella Villa Pérez

Artículo presentado para optar al título de Abogado

Director

Néstor R. Londoño S., Doctor (PhD) en Derecho

Universidad Pontificia Bolivariana  
Escuela de Derecho y Ciencias Políticas  
Derecho  
Medellín, Antioquia, Colombia  
2025

El contenido de este documento no ha sido presentado con anterioridad para optar a un título, ya sea en igual forma o con variaciones, en esta o en cualquiera otra universidad.

## Tabla de contenido

Resumen .....	4
Abstract .....	5
Introducción .....	6
1 Mercado primario vs mercado secundario .....	8
2. Introducción a los bonos como títulos de deuda o inversiones negociables .....	12
3. El mercado gris.....	15
4. Condiciones mínimas para una emisión y obligaciones de la entidad intermediaria.....	18
4.1. Cumplimiento y riesgo operativo .....	19
4.2. Venta de cosa futura ¿contrato sometido a condición suspensiva o contrato de la esperanza? .....	21
5. Libre concurrencia del mercado.....	25
6. Mercado gris y manipulación del mercado .....	28
Referencias .....	30

## Resumen

El mercado de bonos representa una herramienta clave para el financiamiento corporativo, permitiendo a las empresas captar recursos de manera eficiente sin recurrir a la dilución accionaria. Este trabajo explora el proceso de emisión de bonos en Colombia, enmarcado por la regulación del Decreto 2555 de 2010, y analiza la figura del mercado gris como un espacio no regulado que permite la negociación de estos instrumentos antes de su cotización oficial.

A través de un enfoque teórico y descriptivo, se examinan los aspectos regulatorios, las dinámicas del mercado gris y su impacto en la transparencia y formación de precios en el mercado de bonos. Mientras el marco formal garantiza estabilidad y confianza, el mercado gris plantea desafíos y oportunidades que pueden influir significativamente en las decisiones de los emisores e inversionistas.

Este análisis contribuye a una comprensión más profunda de las dinámicas financieras en el contexto colombiano, resaltando la importancia de la regulación y la necesidad de estrategias que equilibren la flexibilidad del mercado con la protección de los participantes.

*Palabras clave:* bonos corporativos, mercado de capitales, mercado gris, financiamiento empresarial, regulación financiera.

## **Abstract**

The bond market represents a key tool for corporate financing, allowing companies to efficiently raise funds without resorting to share dilution. This paper explores the bond issuance process in Colombia, framed by the regulation of Decree 2555 of 2010, and analyzes the figure of the gray market as an unregulated space that allows the negotiation of these instruments before their official listing.

Through a theoretical and descriptive approach, the regulatory aspects, the dynamics of the gray market and its impact on transparency and price formation in the bond market are examined. While the formal framework guarantees stability and confidence, the gray market poses challenges and opportunities that can significantly influence the decisions of issuers and investors.

This analysis contributes to a deeper understanding of financial dynamics in the Colombian context, highlighting the importance of regulation and the need for strategies that balance market flexibility with the protection of participants.

*Keywords:* corporate bonds, capital market, gray market, corporate financing, financial regulation.

## Introducción

De acuerdo con el artículo 2 de la Ley 964 del 2005, se considera valor cualquier derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, siempre que esta tenga como objeto o efecto la captación de recursos del público (Autorregulador del Mercado de Valores, 2019). El mercado de valores se puede definir como el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan con el objetivo de facilitar la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores. Es decir, la razón de ser del mercado de valores es que los agentes puedan obtener fácilmente los recursos que necesitan para financiarse. De acuerdo con el artículo 3 de la Ley 964 del 2005, son consideradas actividades del mercado de valores, entre otros, la emisión y oferta de valores; el depósito y la administración de valores; y la intermediación de estos.

Cuando se negocian valores como bonos en el mercado de valores, la legislación y la jurisprudencia se centran únicamente en el estudio y la regulación de dos momentos: el mercado primario, es decir, el momento de la emisión y la primera oferta; y el mercado secundario, cuando el primer inversionista decide, a través de los mecanismos de negociación que el mercado de valores administra, vender el valor a otros inversionistas.

Una persona que desconozca el funcionamiento del mercado podría pensar que la transición del mercado primario al mercado secundario es inmediata. Lo que ocurre en realidad es que, al momento de negociar cualquier título a través de los mecanismos de negociación como la Bolsa de Valores, el cumplimiento, es decir, el tiempo que toma la operación en realizarse y transferir la propiedad efectivamente al nuevo dueño es de 3 días, lo que se conoce en el lenguaje financiero como  $t+3$ .

Las negociaciones en el mercado de valores suelen estar bastante reguladas ya que, para cumplir con los propósitos económicos del mercado de capitales, estas transacciones deben ser lo menos manipulables posible. Por ende, el entrar a negociar a través de los intermediarios (las comisionistas de bolsa) los títulos adquiridos en el mercado primario antes de cumplirse esos 3 días, se podría afectar de forma sustancial el precio y el desempeño que estos valores van a tener en el mercado secundario. Bajo este concepto, el mercado gris de bonos podría llegar a ser una forma de manipular el mercado, aun así, es una práctica que no está regulada per se.

El tema abordado en este artículo surge de la experiencia adquirida en la práctica profesional el año de práctica se abrió una discusión con la Superintendencia Financiera de Colombia sobre si el mercado gris está o no dentro del marco de la legalidad. A pesar de ser un tema conocido en las mesas de negociación de las comisionistas de bolsa, no hay jurisprudencia ni doctrina contundente que aclare el tema lo cual solo genera más interrogantes.

El presente trabajo pretende estudiar la posición del ordenamiento jurídico en cuanto al mercado gris desde una perspectiva global, abarcando no solo la legislación y los principios del derecho financiero y bursátil, sino también la regulación mercantil. Se analizará de qué se trata esta negociación desde el concepto, la realidad y la ley, y si es posible equipararla a la compraventa mercantil de cosa futura. Para esto se explicarán conceptos importantes como el mercado gris y los títulos representativos de deuda privada. Se explicará el proceso de emisión de los valores objeto de estudio, así como las obligaciones de las comisionistas de bolsa y la Bolsa de Valores de Colombia S.A. en todo este proceso. Se enunciarán las características de negociación, tanto en el mercado primario como en el secundario y se contrastarán para identificar sus diferencias. Por último, se harán unas conclusiones, las cuales evidenciarán si la regulación de la libre concurrencia del mercado de valores, es una práctica permitida o prohibida, según lo investigado y estudiado a lo largo del artículo.

## 1 Mercado primario vs mercado secundario

El mercado de capitales representa el eje central en cualquier economía, incluida la colombiana. A través de dicho mercado se canalizan los recursos económicos entre agentes con superávit y agentes con déficit. Así entonces, el mercado de valores se presenta como la forma o el mecanismo por medio del cual las empresas, el Estado y los patrimonios especiales pueden obtener la liquidez que buscan por medio de la emisión de valores. Dichos valores serán adquiridos por inversionistas a través de intermediarios y proveedores de infraestructura. Estos inversionistas tendrán posteriormente la posibilidad de negociar dichos títulos en esquemas de negociación de valores de mercados secundarios (López, 2018).

Ahora bien, el mercado de valores se materializa en las transacciones realizadas en las bolsas de valores (Mercado Bursátil) y por fuera de éstas (Mercado OTC *-Over the Counter-* o Mercado Sobre el Mostrador).

Como se evidencia, comúnmente en el mercado de valores se conoce el momento de la emisión, es decir, la primera colocación de los títulos, como mercado primario, y, la negociación posterior del primer inversionista con otros inversionistas en esquemas de negociación es más conocido como mercado secundario.

El mercado primario (también conocido como mercado de emisión de activos financieros) es donde se negocian los títulos por primera vez. La Bolsa De Valores de Colombia lo define como “Mercado conformado por las transacciones en las cuales el Afiliado suscribe para sí o para terceros, directamente del emisor, valores emitidos por éste” (Bolsa de Valores de Colombia S.A., 2021). Estos valores son emitidos directamente por la empresa que busca financiación a través de una oferta pública o privada de los mismos. En este mercado es donde se negocian los títulos financieros de nueva creación, es decir, se transan operaciones sobre títulos que no existían en un pasado en el mercado y por ende, aún no están sometidos a las reglas de oferta y demanda que rigen el mercado secundario. Existe una única negociación entre el emisor y el primer comprador de los títulos, ya que este justamente es el momento en el que el título empieza a existir: cuando sale de su creador en forma de título y llega al inversionista a hacer parte de su patrimonio como un activo o como un derecho (Autorregulador del Mercado de Valores, 2020).

El mercado primario existe porque una parte tiene una necesidad: la demanda de financiación. Es decir, una necesidad de la empresa, patrimonio o del Estado de obtener liquidez. Por esto, las empresas o personas jurídicas que necesitan dinamizar su economía y que cumplen con los requisitos legales para obtener dicha liquidez a través de la emisión de valores, optan por salir al mercado financiero a través de la colocación de títulos. Estos títulos podrán ser de capital (conocidos como renta variable) o de deuda (conocidos como renta fija). Los instrumentos de deuda podrán ser públicos o privados, siendo estos últimos bonos ordinarios, bonos subordinados, Certificados de Depósito a Término (CDAT), títulos hipotecarios y titularizaciones (Asobancaria, 2019).

Para el entendimiento global del mercado de valores, en este intervienen los siguientes agentes: (i) Los emisores de valores, (ii) Los inversionistas, (iii) Los intermediarios entre ambos, y por último, (iv) El Estado como ente Regulador, Supervisor y Sancionador.

Quienes se designarán emisores son entidades que expiden títulos valores de participación o de contenido crediticio para colocarlos en el mercado, directamente o a través de Sociedades Comisionistas de Bolsa. Todo esto, para obtener recursos y financiación. Las compañías emisoras pueden ser Sociedades Privadas, Entidades sin ánimo de lucro/ corporaciones y empresas o personas jurídicas de naturaleza Pública, el presente estudio se centrará en las sociedades comerciales de naturaleza privada. Una persona natural nunca será emisora de títulos en mercado de valores.

Dentro del mercado primario, hay diferentes sujetos importantes en la relación para comprender el proceso de emisión, ellos se denominan “agentes intermediadores”. Dentro de los agentes intermediadores está el estructurador. Es una compañía o entidad encargada de realizar la oferta de los valores y, en el caso de Colombia, podrán actuar como estructurador una fiduciaria, una corporación financiera, una comisionista de bolsa o una banca de inversión. Se encargan de hacer el prospecto de Colocación, que es el documento base del proceso y hace los análisis técnicos, financieros y legales requeridos en el proceso.

Una vez los trámites legales de una emisión han terminado, es necesario colocar o suscribir (vender) los títulos en el mercado. En el prospecto de emisión de los títulos, el emisor junto con el banquero de inversión define cual es el mecanismo de colocación y el mecanismo de adjudicación para sus emisiones (Cabal Gutiérrez, Herrera Faciolince, & Solano Sotter, 2018).

En Colombia, la primera opción de financiación de las empresas usualmente no es el mercado primario. La actividad bursátil, financiera y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado. Para ser emisor de valores, una empresa debe suscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y esta es una operación engorrosa que requiere papeleo, vigilancia del Estado y desemboca en la supervisión de múltiples entes de control y obligaciones periódicas de información y transparencia, entre otros. Esto tiene una finalidad y es para garantizar que las empresas que participen de las negociaciones del mercado financiero a través de los sistemas de negociación conozcan todas las responsabilidades que tienen y protejan al consumidor financiero respetando los derechos que adquirirán en sus emisiones. Así entonces, la empresa colombiana, quien en su mayoría no se compone de expertos en temas financieros o bursátiles, encuentran de difícil acceso este tipo de financiaciones. Un reflejo de eso es que, hasta el 2020, solo podían ser emisores las sociedades anónimas y las sociedades limitadas, dejando por fuera la vasta mayoría de sociedades comerciales colombianas, que actualmente son las sociedades por acciones simplificadas (en adelante “S.A.S.”), representando estas más del 90% de las sociedades constituidas formalmente en el territorio nacional.

En el 2020, el decreto que extendió a las S.A.S. el alcance de las sociedades que pueden tranzar en el segundo mercado, es decir, el decreto 817 de 2020, es apenas una respuesta del gobierno nacional por habilitar fuentes de financiación a las empresas del país a raíz de la pandemia Covid-19. Este decreto es transitorio y el gobierno aún no muestra un ánimo de permanencia y expansión en este sentido, ratificando lo que para muchos se traduce en que ser parte del mercado de valores como emisor es de difícil acceso y ajeno a la realidad del país.

Una vez definido el concepto de mercado primario, es importante explicar en qué consiste el mercado secundario y su importancia.

El mercado secundario es donde el primer inversionista, es decir, quien participó en la colocación de los títulos en el mercado primario, decide vender a otros inversionistas el valor que adquirió. Esta post venta puede obedecer a muchísimas razones: búsqueda de liquidez, valorización del título, previsión de posibles pérdidas o en general, la atención al comportamiento del mercado y las recomendaciones financieras para el inversionista según su perfil de riesgo (Rodríguez, 2019).

Los inversionistas son personas naturales o jurídicas que disponen de recursos y optan por comprar o vender títulos valores en busca de una rentabilidad. Los inversionistas que acuden a la

Bolsa pueden ser de todo tipo: personas naturales o jurídicas, empresas del gobierno, patrimonios especiales, etc. Para ser inversionista no es necesario tener un conocimiento extenso sobre el funcionamiento del mercado de valores o sobre el comportamiento de los títulos en este, debido a la necesidad de un intermediario experto.

Así entonces, el mercado secundario se compone exclusivamente de inversionistas y sujetos intermediarios, ya que el emisor desaparece de la negociación. Claro está que, el título negociado siempre representa un derecho que vincula al propietario de este con el Emisor, pero el Emisor ya se desprende de la relación negocial.

En el mercado secundario es muy importante el intermediario. A quien se denomina colocador o intermediario, es el encargado de la relación que requiere intermediación en el mercado de valores para la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. La actividad de intermediación conlleva no solo el desarrollo del contrato de Comisión o de mandato para la adquisición o enajenación de valores, sino también corretaje, operaciones habituales de adquisición o enajenación de valores, colocación de títulos en las que el intermediario colocador garantice o adquiera la totalidad o parte de los valores de esta por cuenta propia, entre otros.

Unos de los intermediarios más importantes son las comisionistas de bolsa. Son profesionales especializados en proporcionar asesoría financiera y quienes actúen como comisionista de bolsa deben contar con unas condiciones especiales de idoneidad que los hacen expertos conocedores del tema. Gracias a esto, conocen y deben informarle al consumidor financiero, en este caso al inversionista, los riesgos y las opciones que se presentan para sus inversiones. La función básica del comisionista es la intermediación en la compra y venta de títulos valores. Estos pueden: intermediar en la colocación de títulos o adquirir valores por cuenta propia, realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios y liquidez del mercado, constituir y administrar Fondos de Valores. Administrar valores de sus comitentes con el propósito de realizar cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlo de acuerdo con las instrucciones del cliente, administrar portafolios de valores de terceros, entre otros.

## **2. Introducción a los bonos como títulos de deuda o inversiones negociables**

Los bonos son títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o una entidad sujeta a la inspección y vigilancia del gobierno, es decir, al ya mencionado emisor. Esto significa que los bonos son valores que representan una deuda que tiene el emisor con las personas que los adquieren y a través de esa deuda es que el emisor se financia adquiriendo la liquidez que necesita. Una vez pase el periodo negociado, el emisor tiene la obligación de reembolsar el monto de la inversión al titular del bono, es decir, al inversionista. Pueden ser emitidos por toda entidad que conforme a su régimen legal pueda hacerlo, previa autorización. Como todos los valores, este debe cumplir con ciertos requisitos en su forma, para el caso del título que incorpore el derecho, este debe contener la palabra “bono”, su fecha de expedición, indicación de la ley de circulación, nombre de la entidad emisora, serie, número, valor nominal, prima, rendimiento y firma del representante legal.

La devolución del dinero cuando el bono vence va acompañada de una suma de dinero equivalente a los intereses que se comprometió a pagar el emisor (AMV Colombia, 2013). La empresa emisora adquirirá la obligación de devolverle el monto de la inversión al tenedor del bono, una vez transcurra un periodo de tiempo, más los intereses que se comprometió a pagar.

Los bonos son considerados como una fuente alterna de financiamiento para las empresas, distinta al crédito bancario o la emisión de acciones. Teniendo en cuenta que se trata de un valor de deuda, cuando el inversionista adquiere un bono no asume el rol de socio de la entidad que los emite. Lo anterior debido a que, a diferencia de las acciones, al adquirir un bono no se recibirá dividendos y no se podrá participar en la asamblea de accionistas (Autorregulador del Mercado de Valores, 2019). Es decir, los acreedores de los bonos -los inversionistas-, no adquieren derechos de participación o toma de decisiones sino un derecho puramente crediticio, más específicamente de deuda privada.

Los bonos están clasificados como valores de renta fija, ya que el inversionista tiene conocimiento anticipado de cuál será su ganancia al vencimiento de este, y en general, de todas las condiciones que regularán su inversión. Como los bonos son considerados valores, el inversionista podrá vender el bono antes del vencimiento, sin embargo, el retorno económico dependerá de las condiciones del mercado (Autorregulador del Mercado de Valores, 2019). Cuando se colocan títulos de renta fija emitidos por una empresa privada como, por ejemplo, colocar bonos, el emisor

está acudiendo al capital ajeno (el del primer comprador) con la obligación de devolverlo en un plazo determinado y retribuirlo con el pago de unos cupones periódicos que representan un interés. En dicho interés está la ganancia que ansían los inversionistas.

¿Por qué se le llama valor de “renta fija”? Porque el inversionista conoce cuál será su rentabilidad desde el momento en que los adquiere. Esto, si decide mantener la inversión hasta la fecha de vencimiento. En caso de que el inversionista decida vender el bono antes del mismo (el cual usualmente tarda años), el retorno económico puede ser mayor o menor al interés pactado dependiendo de las condiciones del mercado. Es decir, el bono, como cualquier inversión transada en el mercado de valores, está sometida a su volatilidad, a la oferta y demanda y a sus reglas cuando se negocia en este.

Existen bonos en los que la tasa de referencia está atada a índices o tasas variables como la DTF, el IBR o el IPC. Esta condición hará que la rentabilidad del bono, incluso si se mantiene hasta el vencimiento, varíe con respecto a lo proyectado en función del comportamiento de estas variables. (Autorregulador del Mercado de Valores, 2019) Existen dos grandes grupos de bonos: i) los que pagan intereses o cupones periódicos durante la vigencia de la inversión y, ii) los que pagan únicamente el interés en la fecha de maduración, mejor conocidos como “Bonos Cero Cupón”.

El mercado primario de bonos se refiere específicamente a las emisiones que no han sido negociados con anterioridad, es decir, son aquellos bonos que aún no existen porque la empresa emisora decide que es momento de sacar al mercado determinado número de títulos para desarrollar sus intereses económicos. Por ser la primera vez que los bonos se van a poner en venta, los emisores pueden decidir entre ofrecer sus bonos mediante una oferta pública o una oferta privada.

Oferta privada es cuando la misma está dirigida a menos de 100 personas determinadas o a menos de 500 accionistas del emisor.

El término “Oferta pública” hace referencia al momento o acción en el que se ofrece, a cualquier número de personas no determinadas o a 100 o más personas determinadas, valores para ser adquiridos por ellos. Tendrá por objeto la suscripción, enajenación o adquisición de valores, emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares los derechos de crédito, de participación o representativos de mercancías. Está definida en el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 del 2010 y adicionada por el artículo primero del Decreto 767 del 2016 (Rúgeles, 2018).

Usualmente, la oferta pública de bonos se hace a través del underwriting, el cual “...es un instrumento financiero, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos hacia las

actividades productivas.” (Boneo & Barreira., 1984). Puede afirmarse que este es una operación financiera que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales. Esto, con el fin de obtener los recursos necesarios para su desarrollo. En principio, la empresa que requiera capital puede acudir en primer término a sus propios recursos, es decir, a la autofinanciación, así como a nuevos aportes de sus accionistas o a préstamos del sistema financiero. Pero, a medida que aumente el crecimiento de la empresa, lo más seguro es que serán también mayores sus necesidades de financiamiento y las alternativas tradicionales suelen no ser suficientes para llenar los requerimientos que trae consigo el desarrollo empresarial.

Esta colocación se debe hacer por medio de un agente colocador o intermediario de valores, definido anteriormente, que se encarga de realizar la oferta. Este servicio se puede llevar a cabo a través de varias modalidades. Aun así, no siempre que se invierta en bonos se debe participar en un proceso de underwriting. Es posible acudir al mercado secundario para comprar bonos que ya se encuentran en circulación y que están en manos de otros inversionistas.

Los bonos se presentan como una buena alternativa para la financiación de la empresa privada puesto que generan una posición cómoda para los accionistas de las empresas, donde no se tendrán que retener las utilidades al momento de necesitar una financiación. Esto permite el desarrollo de la sociedad y la continuidad en el desarrollo de su objeto social, ya que no se afecta a los accionistas de ninguna forma, lo que previene que estos quieran vender sus acciones, afectando el precio de mercado de estas y poniendo en una situación de incertidumbre el control de la empresa ante las decisiones que nuevos accionistas desconocidos puedan tomar.

Mediante los bonos, la confianza de la accionista continúa intacta ya que no afectará, dentro del marco de la normalidad y una buena proyección financiera, el pago de los dividendos a los que es acreedor, ni se cede control sobre las decisiones que se pueden tomar en la asamblea de accionistas, como si ocurriría con la emisión de acciones.

### 3. El mercado gris

Un mercado gris es un mercado no oficial de valores financieros. La negociación en el mercado gris generalmente ocurre cuando se compran y venden nuevos valores antes de que comience la negociación oficial en el mercado secundario, y sucede en un espacio temporal que se da entre la transición del mercado primario al mercado secundario.

El mercado gris permite al emisor medir la demanda de una nueva oferta, porque es un mercado “*when and if*” (es decir, negocia valores que se ofrecerán en un futuro muy cercano). El mercado gris no es oficial, pero hasta el momento tampoco es ilegal puesto que la legislación colombiana no hace referencia a él en ningún momento, ni si quiera para prohibirlo. Cuando se dice que es un primer esbozo de la acogida que tendrá un título en el mercado, es porque justo al ocurrir la primera colocación, es decir, en el mercado primario, otros inversionistas que no tuvieron la oportunidad de comprarlo deciden no esperar a someterse a las reglas de negociación de los sistemas de la bolsa de valores, es decir, al mercado secundario, ni a la espera del inversionista inicial hasta el momento que este decida negociar el título. Se representa como un incremento a la demanda del bono, pero no se mide de forma oficial ya que no se tranza en los sistemas de negociación. Solamente genera una mera expectativa sobre el comportamiento del valor una vez salga al mercado secundario.

Luego de que se conoce el valor de colocación de los instrumentos en el mercado primario, y se hace la oferta pública o privada de los valores, pueden los inversionistas interesados participar de la colocación de estos en el mercado primario. Luego de que los inversionistas adquieran el bono pueden trascurrir varios días hasta que se transfiera de forma efectiva a su patrimonio y que su titularidad conste en el registro realizado por el ente encargado (en el caso de Colombia, Deceval). Hasta que dicha transferencia no se realice, los títulos no pueden negociarse en el mercado secundario, ya que el inversionista todavía no figura como dueño del valor.

En esa separación temporal entre el mercado primario y el mercado secundario es cuando el inversionista que sabe que será dueño del valor, pero está esperando este término para obrar como tal, y en ese espacio puede entrar a considerar negociar ese derecho que tiene sobre el título que adquirió en el mercado primario. Al ser la etapa intermedia entre el cierre del proceso de suscripción y la salida a cotización en bolsa, ocurren casos donde el sujeto intermediario tiene un cliente que no logró hacer parte de la oferta inicial, pero quiere el título. Por decisión de negocio

entonces este empieza a buscar quién más es dueño del derecho y con quien se podría llegar a un acuerdo antes de esperar a someterse al azar del mercado secundario. En el mercado gris, los valores aún no han sido transferidos al primer inversionista, lo que significa que este aún no es dueño sino de un mero derecho, es dueño de una cosa que se espera que exista. Pero lo cierto es que se sabe que existirá en un período corto de tiempo, por lo que dentro de las comisionistas de bolsa suele ser una práctica conocida. Lo que sucede con los bonos específicamente es que son especies que las personas no pretenden someter al mercado secundario inmediatamente después de adquiridos en el mercado primario.

Es extraño que un inversionista venda y compre bonos y que esos duren poco tiempo en su patrimonio. Esto se debe a que son inversiones de renta fija y, contrario a las acciones que son inversiones de renta variable, los bonos no están sujetos a cambios de precio abruptos o incluso constantes. Esta razón dio pie a que, quienes se interesan en bonos que fueron ofrecidos en el mercado primario y no pudieron adquirirlos, busquen la forma de llegar a un acuerdo con otros inversionistas que sí posean la especie deseada (o el derecho a ella) a través de los comisionistas de bolsa. Por esto, el mercado gris es atípico y extraño, considerado casi inmoral por las legislaciones ya que se salta toda la discreción existente en los mercados de negociación y no existen parámetros claros para establecer el precio de ese valor a negociar, ya que termina siendo a discreción de la oferta que haga el comprador y la negociación realizada a través del comisionista. Una vez pasado el término de colocación, el mercado de Valores debe aprobar la cotización de los bonos y asignarles una sigla que los identifique en las pantallas de las mesas de dinero. Una vez realizado eso, bonos estarán preparados para lanzarse al mercado secundario (Galizia, 2016).

El mercado gris o sistema "*when and if*", es el momento en el que los títulos comienzan a negociarse previo a la liquidación y depósito de estos. Sin embargo, el mercado no puede garantizar el resultado de la operación puesto que, en un eventual caso de incumplimiento de la fecha pactada para la liquidación, esta será responsabilidad de los participantes de la operación (de ahí el término "cuando y si" se entregan) (Gabin, 2020).

Adicional a la primera hipótesis, es importante recalcar que, en el lanzamiento de un bono, el periodo de oferta es bastante corto, y, adicionalmente, si el título tiene éxito, siendo este adquirido de forma masiva por la totalidad de valores a emitir, puede ocurrir que la suscripción se cierre anticipadamente. En ese momento, no hay cotización oficial, no se tiene precio al cual se venderá el bono en el mercado secundario o un valor real más allá de la adquisición en el mercado

primario, por ende, el título se ofrece a un precio que, por ese periodo de tiempo, depende de la oferta y la demanda, y se transa en función de los contactos entre intermediarios, es decir, agentes colocadores (Estrategias de Inversión, s.f.). Esta situación, como se ha dicho es poco clara.

#### **4. Condiciones mínimas para una emisión y obligaciones de la entidad intermediaria**

Como se mencionó, la emisión de títulos valores en el mercado de capitales se presenta como una de las opciones que tienen las compañías para financiarse, sobre todo, cuando están buscando liquidez. En Colombia, la emisión de bonos ha tenido un lento desarrollo que a partir del 2008 ha tenido su despegue. Más precisamente, como resultado de la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre del 2008, la cual desencadenó la más grande crisis financiera y económica global desde los 1930.

La emisión de bonos es el momento en el que un título valor denominado bono empieza a existir saliendo al mercado, listo para ser colocado. Para lograr un resultado de éxito debe surtirse un proceso especial que cuenta con unos pasos. Estas emisiones están reguladas en la actualidad por el Decreto 2555 de 2010, en el cual se resume en cinco aspectos: el pago de intereses, las convenciones utilizadas para el pago de estos intereses, el factor de cálculo y liquidación de intereses, el valor nominal de los títulos y la revelación de la información, el cual es un proceso poco flexible, complejo y que representa una gran carga para el emisor.

La primera es el planteamiento de la operación. La compañía que busca financiación, es decir, el futuro emisor, se acerca a la entidad financiera Banca de Inversión para exponer la necesidad de fondeo que tiene. La banca realiza un estudio de los estados financieros de la sociedad, analizando las verdaderas necesidades de la compañía y cumple o no con la solvencia necesaria para generar confianza en los inversionistas. Esta etapa culmina en una evaluación cuyo resultado será el que define si se realiza la emisión de bonos o si esta, por el contrario, no es adecuada. En caso de serlo, la sociedad debe cumplir con los requisitos para ofertar en el mercado, que no son solo requisitos financieros como se evaluó en esta etapa, sino una evaluación jurídica como el tipo societario correcto.

No todos los tipos societarios son aptos para emitir bonos. En Colombia, las sociedades mercantiles que pueden emitir bonos son la Anónima, la Comandita por Acciones y la sociedad de responsabilidad Limitada (Bolsa de Valores de Colombia).

Entonces, la Banca de Inversión se encarga de estructurar la emisión y el modelo financiero bajo el cual se realizará la misma.

En segundo lugar, debe realizarse el análisis de la calificación crediticia del Emisor y la elaboración de la documentación que requieren los entes de control como la Bolsa de Valores de

Colombia, la Superintendencia Financiera y la AMV antes de salir al mercado. Para una emisión se deben preparar muchos documentos jurídicos, como el contrato entre el emisor y la Banca de Inversión, entre el emisor y los agentes colocadores, el formulario de registro en el Registro Nacional de Valores y Emisores (en adelante “RNVE”) que debe enviarse a la Superintendencia Financiera, entre otros. Todos estos documentos son tan solo una prueba más que pide la regulación financiera en el decreto 2555 del 2010 y en la ley 964 de 2005 para garantizar que la confianza de los inversionistas no se vea violada.

La obligación del Emisor no acaba con la información presentada inicialmente, este debe continuar actualizando la información en el RNVE y sostener buenas prácticas de gobierno corporativo para evitar sanciones. (Bolsa de Valores de Colombia "BVC", 2020)

Al ser bonos y no acciones, es necesario el reglamento de emisión y colocación, la copia del acta de la reunión del órgano competente dentro de la sociedad para autorizar la emisión de acuerdo con los Estatutos Sociales. Es necesario también el prospecto de información que se encuentra reglado en el numeral 1 del capítulo II del título 1 de la parte III de la Circular Básica Jurídica.

Como se observa, hay un número considerable de requisitos en cuanto a formularios y documentación requerida para una emisión. La Banca de Inversión, en compañía de los asesores legales que el emisor designe para el proceso, se encargan de la búsqueda y construcción de toda esta información.

#### **4.1. Cumplimiento y riesgo operativo**

La compra de bonos en el mercado gris presenta, como todas las operaciones financieras, unos riesgos. El riesgo financiero es la probabilidad de ocurrencia de un evento desfavorable debido a la inestabilidad en los retornos esperados en un plan de inversiones (AMV).

A pesar de que la venta de bonos en el mercado gris cuenta con riesgos cuantificables, se concentra la atención en los riesgos no cuantificables prestando especial cuidado a los riesgos operativos y a los riesgos legales. En los riesgos no cuantificables no es posible calcular fácilmente las consecuencias, ya que la medición de estos en forma precisa depende de su materialización y, al carecer de regulación explícita sobre la modalidad del mercado gris, las partes intervinientes

deben concentrar todos sus esfuerzos en mitigar estos riesgos por el alto valor que podrían llegar a tener por su naturaleza de cuantía imprevisible.

El riesgo operativo es la potencial pérdida de dinero u oportunidad por fallas o deficiencias en los sistemas de información, controles internos de cada comisionista o errores en el procesamiento de las operaciones. Se suman, además, las fallas humanas, el fraude y los casos fortuitos que impidan el procesamiento normal de las operaciones interrumpiéndolas por completo o reduciendo su capacidad operativa.

El riesgo operacional es una clase más de riesgo al que se exponen las distintas compañías financieras. En los últimos años, se ha originado una transformación en el entendimiento del riesgo operacional como resultado directo del desarrollo tecnológico y la globalización de los mercados. Esto, resultando en la creación de un marco de gestión propio en el que se encuentran registrados los hechos que pueden generar pérdidas significativas de tipo operacional (Pérez Fructoso & Gragera Cubero, 2018). Si bien no se puede cuantificar el error una vez ocurra, es una necesidad prevenir todos los eventos que puedan ocasionarse, gestionar procesos para la mitigación del riesgo y, sobre todo, conocer que es posible que ocurran es el primer paso para diseñar procesos, designar responsables y saber cómo reaccionar para que genere el menor daño posible.

Teniendo en cuenta los esfuerzos de la doctrina y los acuerdos internacionales por clasificar los riesgos operativos financieros, el mercado gris presenta, desde una perspectiva estricta, riesgos por prácticas de negocio, de gestión de clientes o de productos y riesgos por discontinuidad del negocio y fallos de sistemas.

Si bien los sistemas de negociación tienen un control estricto sobre la discontinuidad del negocio y los fallos de los sistemas, los riesgos se suelen presentar en el mercado secundario en las plataformas de trading donde las puntas ofertan y demandan valores. En el mercado primario el riesgo principal sería no poder acceder al valor ya que las emisiones cuentan con un número limitado de bonos. Una vez ejecutada la transacción y contando con la confirmación de este, debe ocurrir algo supremamente extremo para que durante el término de cumplimiento ocurra algún hecho que pueda retrasar o perjudicar la efectiva tradición del valor.

Los riesgos de negocio son inherentes a la actividad y a las decisiones que toma la comisionista de bolsa. En toda negociación de valores, incluso en el mercado primario o secundario, se presentan riesgos operativos inherentes a la liquidación. Este riesgo es mitigable gracias al estricto control que se ejerce sobre las comisionistas de bolsa y las entidades financieras

en general. Al ser de suma importancia la actividad realizada por la comisionista de bolsa como intermediarios en el mercado de valores, estas cuentan con obligaciones legales que requieren tener claridad en sus procesos. Estos procesos requieren tener responsables dentro de las compañías, así como controles operativos y planes de contingencia.

Dentro del riesgo operacional se encuentra clasificado el riesgo legal. Este consiste en a la pérdida potencial por el incumplimiento de las disposiciones legales y administrativas. Se incluye también la errónea interpretación de las normas. En su vasta mayoría corresponden a riesgos no cuantificables.

Es posible pensar que la legislación financiera es extensa y que, por la importancia del mercado de valores para la economía del país y la región, los límites y sanciones están claros. En realidad, esto no es así. Existe gran disparidad sobre lo que abarca la producción normativa que regula el mercado de valores y lo que en realidad ocurre. Todos los días los agentes intervinientes en el mercado de capitales se plantean nuevas formas de saciar las necesidades de inversión dentro de los límites trazados, resultando en operaciones novedosas que desafían la teoría jurídica moderna y hacen al legislador y la doctrina cuestionarse sobre su validez. Encuentran, cobijados por los principios y obligaciones rectoras, argumentos suficientes para llevar a cabo maniobras y operaciones que el legislador todavía no ha contemplado.

Es posible pensar con lo expresado anteriormente, que el más grande riesgo operacional del mercado gris es el riesgo jurídico. La posibilidad de una sanción por parte de un ente de control o la inminente auditoría que podría derivarse de esta práctica es un riesgo que en las mesas de dinero se conoce y se asume argumentándose que esta modalidad no está expresamente prohibida.

#### **4.2. Venta de cosa futura ¿contrato sometido a condición suspensiva o contrato de la esperanza?**

Por la escasa definición teórica generada por la doctrina y la nula referencia normativa y/o jurisprudencial hecha por el legislador y los entes de control sobre el mercado gris, este suele asemejarse y compararse con la venta de cosa futura.

Tanto el código civil colombiano como el código de comercio traen sus definiciones respecto a lo que se refiere la venta de cosa futura. Con ello, cada uno de los compendios normativos agrega características diferenciadoras la una de la otra. Esta dicotomía nace desde el

derecho romano, donde la figura de la venta de cosa futura nace estructurada a través de dos categorías: *emptio spei* y *emptio rei speratae*. La primera modalidad de naturaleza aleatoria y la segunda de carácter conmutativo. Si bien ambas vertientes del contrato recaen sobre la misma figura, tienen, como en el ordenamiento jurídico colombiano, diferencias fundamentales.

Aun así, sería complejo enmarcar al mercado gris dentro de la legislación civil entendiendo que la norma subsidiaria de la legislación financiera y bursátil es el código de comercio.

El artículo 917 del código de comercio hace una apreciación puntual a la figura, refiriéndose a ella como “La venta de cosa futura sólo quedará perfecta en el momento en que exista, salvo que se exprese lo contrario o que de la naturaleza del contrato parezca que se compra el alea. Si la cosa llegare a tener únicamente existencia parcial podrá el comprador desistir del contrato o perseverar en él a justa tasación”.

Plantea también dos caminos muy marcados entre el *emptio spei* y el *emptio rei speatae*, siendo este último el que por defecto se entiende en el contrato de venta de cosa futura, como sucede en la legislación civil. Este artículo trae un componente adicional que protege al comprador y es la capacidad de decidir perseverar o no en el contrato si la cosa llegare a existir parcialmente, haciendo una justa tasación.

Si las partes no establecen en el contrato la compra de la mera suerte, al transar sobre un bien que se espera que exista, una vez llegare a existir se perfeccionará el contrato y nacerá una obligación sinalagmática por cuanto se entiende que no solo se obliga el comprador sino también el vendedor en parte proporcional y racional. En la compraventa de cosa futura que trae el código civil, por defecto, la proporcionalidad es clave para distinguirla de la *emptio spei* o contrato de la esperanza, ya que no se está comprando una suerte siempre que no se hizo una aclaración inequívoca de esta intención.

Ahora entonces ¿Cómo se relaciona la venta de cosa futura con el mercado gris? La emisión del título en el mercado primario solo se encuentra perfecta una vez este título esté adjudicado al primer inversionista y obre en su patrimonio, teniendo éste el título físico o registrándose la operación del título inmaterializado o desmaterializado en el depósito electrónico. Es decir, el bono no existe antes de ser adjudicado. El bono nace en el primer inversionista.

Una vez el primer inversionista logra obtener el bono, este se demora tres días en entrar a su patrimonio por cuestiones operativas de cumplimiento de la bolsa de valores. En esos días del

cumplimiento, por la naturaleza de las operaciones bursátiles, ya el primer inversionista cuenta con un derecho. Es decir, el modo de adquirir el dominio se difiere en el tiempo.

Una vez cuenta con este derecho, en los días previos a la existencia del bono, este primer inversionista tiene una expectativa razonable de una cosa que va a existir. Si este decide negociarla en el periodo de cumplimiento, ¿se está negociando una suerte?

El Mercado Gris visto desde la perspectiva del *emptio rei speratae*, o venta de cosa futura entendida como una compraventa sometida a condición suspensiva podría argumentarse debido a que se está pagando por una especie en particular sobre la cual se tiene una expectativa razonable de que va a existir y, una vez exista, se realizará la tradición de la misma. No se está comprando un boleto de lotería, existe en esta operación: i. certeza sobre lo que se está comprando; y, ii. relación y sentido de proporcionalidad entre el precio que se paga y lo que se recibe.

Es posible afirmar, basándose en la buena fe y en las obligaciones de las partes intervinientes de estos negocios, que, si por alguna razón adjudicable al riesgo operativo el primer inversionista no llegare a ser dueño del valor en el término establecido por ley, la operación realizada entre este y el segundo inversionista deberá deshacerse y se presume la obligación de restablecer las cosas al estado precontractual.

Si se tratara de acomodar el Mercado Gris a la teoría del *emptio spei* o contrato de la esperanza entendiendo que se transa una suerte, esto significaría que existe la posibilidad de que el segundo inversionista no reciba nada a cambio por su dinero. Bajo la perspectiva del riesgo jurídico que ya representa realizar estas operaciones, no garantizar la transferencia del valor una vez transcurrido el periodo de cumplimiento o presentar una posibilidad de pérdida, llamaría aún más la atención de los entes de control. Todas las operaciones en bolsa tienen un componente de especulación y es claro que adquirir un valor en el Mercado Gris genera, como siempre, incertidumbre sobre su comportamiento en el mercado secundario. Aun así, refiriéndonos a los valores de renta fija, los cuales tienen un comportamiento muy estable, incluso su desempeño dentro del mercado es previsible, como no se podría garantizar en el mercado de renta variable. Y, además, siempre se tiene certeza sobre la especie que se está comprando. El mercado de capitales no es, bajo ninguna perspectiva, un centro de apuestas o loterías. Existen normas bastante estrictas que dan la credibilidad y sustento que requieren las puntas intervinientes para depositar sus activos. Si bien el mercado gris excede dentro del marco teórico las reglas transaccionales del mercado de

valores, primario o secundario, sigue estando sujeto a los principios rectores y obligaciones de los intermediarios.

No es posible afirmar bajo ninguna perspectiva que exista un componente de aleatoriedad sobre la especie, dejando claro que no existe un riesgo inminente acerca de la inexistencia de la cosa, sino que la operación consiste más bien en un “aprovechamiento” del término legal más que la venta de una suerte. Si bien la figura no termina de ser del todo apropiada para englobar el fenómeno del mercado gris, la venta de cosa futura entendida como venta sometida a condición suspensiva es la figura más cercana para definir el mercado gris.

## **5. Libre concurrencia del mercado.**

La libre concurrencia del mercado pretende evitar el engaño y la conducta anticompetitiva, previniendo la creación de situaciones ficticias que se despliegan con el fin de engañar a los intervinientes del mercado sobre el precio y la negociación de los valores.

Para participar en el mercado, todo inversionista necesita información oportuna y suficiente a disposición del mercado, pues a partir de ella se hace posible la toma de decisiones razonables. La obtención de esta información por parte del emisor como fuente fiable es la garantía que permite a las puntas disponer con seguridad los recursos que desean negociar.

Cuando aparecen actos o conductas que distorsionan la información disponible y/o el normal funcionamiento del mercado, éste se torna ineficiente, circunstancia que se refleja inmediatamente en la afectación negativa de la confianza inversionista y se desatan consecuencias visibles en el desarrollo y la liquidez de este.

Aunque las autoridades traten de evitarlo, el mercado puede ser afectado por conductas que van en contra de la libre concurrencia. Estas conductas buscan crear impresiones falsas en el comportamiento de las especies y las transacciones para generar efectos de los que ciertos participantes inescrupulosos pueden obtener un provecho.

En razón a esto, y a que el mercado sea realmente organizado, existen algunas figuras jurídicas, procedimentales y de negocio que garantizan la calidad de la información y el correcto funcionamiento de las operaciones.

El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV, define como libre concurrencia del mercado la manipulación o fraude que genera una impresión falsa o engañosa sobre una actividad del mercado. Esta autoridad señala que los elementos requeridos para configurar la conducta son: los mecanismos utilizados, la intención con la que se manipula, y en algunas ocasiones se tiene en cuenta el resultado de la manipulación.

La AMV clasifica la manipulación del mercado de la siguiente manera:

- i. Divulgación de información falsa o engañosa
- ii. Utilización de mecanismos para distorsionar el mercado

La divulgación de información falsa o engañosa consiste en transmitir información falsa que como consecuencia engaña a los participantes del mercado acerca del precio o liquidez de un valor. Dicha información debe tener la capacidad de proporcionar indicios falsos o engañosos

respecto de los valores o de su precio. Se considera que esta conducta debe estar acompañada de una intención efectiva de manipular el mercado.

Por otro lado, la utilización de mecanismos para distorsionar el mercado surge a través de ordenes ingresadas o transacciones realizadas que generan indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, demanda o precio de un valor, o que conlleven o puedan conllevar el precio de un valor a un nivel artificial o anormal.

La AMV establece una serie de conductas específicas que se denominan manipulativa:

- Rotación de valores para afectar la valoración: consiste en que se rota el valor entre varios participantes con el fin de generar un valor ficticio que beneficia al menos a uno de los participantes.
- Información engañosa: a través de la divulgación de información engañosa se afecta a un emisor o a sus valores, dicha información se refiere a temas contables, legales o cualquier otro que sea fundamental para los inversionistas cuando analicen la negociación de los valores.
- Aparentar ofertas aprovechando la falta de cupos: determinada entidad utiliza puntas ingresadas al sistema de negociación con montos que de antemano sabe no operarán debido a restricciones de cupos. El fin es que un participante sobresaliente está pensando en comprar o vender un monto importante. O poner un límite irreal al mercado a lo largo de un tiempo, mientras que este detecta la intención real de haber puesto a esa punta. Cabe resaltar que es llevado a cabo por operadores del sistema en equipo con el usuario administrador que es quien tiene la virtud de modificar los cupos.
- Apariencia de liquidez por parte de inversionistas u otros agentes del mercado: agentes o inversionistas utilizan otros agentes del mercado para, por un lado, ingresar una punta en una especie de baja o media liquidez sin que se haya hecho un cambio en el beneficiario, es decir el cliente se agrade a sí mismo.
- Cierre de cupos: una entidad cierra la posibilidad a otras entidades de participar en operaciones hasta cierta fecha. Luego de esa fecha se otorgan los cupos nuevamente.

El mercado de valores, comprendiendo todas sus manifestaciones, debe ser íntegro y transparente. Para sostener la confianza inversionista éste debe funcionar de manera eficiente, lo

cual solo es posible cuando las decisiones sobre la transacción de los valores se toman sobre fundamentos correctos, es decir, con la información adecuada.

## **6. Mercado gris y manipulación del mercado**

Teniendo en cuenta las definiciones que trae la AMV para la manipulación del mercado, se observa que el mercado gris no calza en ninguna de las descripciones. La finalidad del adquirir especies en el mercado gris no es, per se, incrementar el valor de la especie, sino más bien el mero hecho de adquirirla. Si bien todas las especies que se tranzan en el mercado de capitales miden con especial importancia la demanda del valor para determinar su precio, cuando se negocia un valor en el mercado gris no se tiene una certeza del comportamiento de este en el mercado secundario sino un esbozo del comportamiento del mismo únicamente observado en la colocación del mercado primario.

Visto desde la perspectiva oficial, la transacción del valor se hará ya en el mercado secundario y es ahí donde se registrará la demanda que, posiblemente, a partir de ese momento incremente el valor de la especie. Aun así, no se cuenta con ese ánimo por parte del primer inversionista de recuperar la especie una vez esté valorizada. El contacto que tienen el primer inversionista y el segundo, no hace parte de un plan para inflar el valor del elemento transaccionado sino una simple compraventa sometida a condición.

## 9 Conclusiones

La regulación del mercado de valores en Colombia suele percibirse como robusta en sus principios e incluso en sus procedimientos. La emisión de bonos, puntualmente, constituye una herramienta clave para que las empresas accedan a financiamiento sin diluir la propiedad accionaria ni comprometer los dividendos. Bajo el marco regulatorio establecido por el Decreto 2555 de 2010 en Colombia, la emisión de bonos está sujeta a controles y normas que garantizan transparencia y rigor, supuestamente asegurando que las empresas operen dentro de un contexto de legalidad y responsabilidad financiera. Aun así este decreto no cubre en su totalidad las prácticas realizadas efectivamente en las mesas de negociación. La regulación financiera enfrenta desafíos no menores cuando se contrasta contra lo que efectivamente ocurre en las mesas de dinero y en las negociaciones reales entre los diferentes actores del mercado de valores, donde se evidencian prácticas como el mercado gris de bonos.

Este fenómeno, aunque conocido y utilizado en dichas mesas, carece tanto de un marco legal específico que lo regule, como de jurisprudencia o actos administrativos que puedan facilitar su supervisión. Esto resulta en incertidumbre sobre su legalidad y plantea interrogantes respecto a sus posibles impactos en el principio de libre competencia y la estabilidad del mercado, además de los desafíos relacionados con la transparencia y la formación de precios, teniendo la posibilidad de poner en jaque la equidad y eficiencia del mercado en general.

Para fortalecer la transparencia y eficiencia del mercado de valores, es importante e imprescindible lograr que los entes reguladores y el poder legislativo expidan normas y directrices claras que delimiten las prácticas permitidas, propendiendo por la flexibilidad del mercado, pero sin descuidar la protección de los inversionistas. Es inminente reconocer la realidad empresarial del país y las dinámicas ya utilizadas en las mesas de dinero, aun así, los lineamientos que hoy en día no existen para el mercado gris de bonos acercarían el mercado de capitales colombiano hacia un entorno más confiable, accesible y dinámico.

## Referencias

- AMV Colombia. (junio de 2013). [www.amvcolombia.org.co](https://www.credicorpcapitalcolombia.com/uploads/userfiles/file/amv/Cartilla%20Todo%20lo%20que%20debe%20saber%20sobre%20Bonos.pdf). Obtenido de AMV Colombia: <https://www.credicorpcapitalcolombia.com/uploads/userfiles/file/amv/Cartilla%20Todo%20lo%20que%20debe%20saber%20sobre%20Bonos.pdf>
- Asobancaria. (2019). Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: una Perspectiva Integral. Bogotá: Babel Group.
- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (julio de 2019). Guía de Estudio de Regulación. Bogotá, Cundinamarca, Colombia.
- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (12 de 2020). Guía de Mercados para Asesores Financieros: Renta Fija, Renta Variable y Derivados. Obtenido de [amvcolombia.org.co](https://www.amvcolombia.org.co): <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2021/08/Guia-Mercados-Asesor-Financiero.pdf>
- Bolsa de Valores de Colombia "BVC". (2020). Ser Emisor BVC, una decisión estratégica. Obtenido de [bvc.com.co](https://www.bvc.com.co): [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser\\_Emisor\\_BVC?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134\\_13f338c14c8\\_-20250a0a600b&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pag](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134_13f338c14c8_-20250a0a600b&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pag)
- Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). BVC. Obtenido de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>
- Bolsa de Valores de Colombia S.A. (6 de febrero de 2021). BVC. Obtenido de REGLAMENTO DEL SISTEMA CENTRALIZADO DE OPERACIONES DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO - MEC : [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas\\_Administrados/Renta\\_Fija?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-2c467f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Fija?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2c467f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com)
- Bolsa de Valores de Colombia S.A. (s.f.). BVC. Obtenido de BVC: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/rentafija?action=dummy>

- Boneo, E. J., & Barreira., E. A. (1984). Contratos Bancarios Modernos. En E. J. Boneo, Contratos Bancarios Modernos (pág. 215). Buenos Aires: Abeledo-Perrot.
- Cabal Gutierrez, A., Herrera Faciolince, A., & Solano Sotter, M. (2018). Construcción del Libro de Ofertas en el Mercado de Valores en Colombia, Teoría o Realidad. Obtenido de Javeriana.edu.co:  
<https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/36761/CabalGutierrezAdriana2018..pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Código de Comercio. (1971). Colombia: Congreso de la República.
- Estrategias de Inversión. (s.f.). Conceptos básicos del mercado bursátil. Obtenido de Estrategiasdeinversion.com:  
<https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/mercado-gris-t-1186>
- Gabin, L. (2 de septiembre de 2020). Los bonos del canje comienzan a negociarse en el mercado gris. Obtenido de iProfesional.com: <https://www.iprofesional.com/finanzas/322715-los-bonos-del-canje-comienzan-a-negociarse-en-el-mercado-gris>
- Galizia, F. (20 de abril de 2016). Qué es el mercado gris de operaciones. Recuperado el 2021, de Cronista.com: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Que-es-el-mercado-gris-de-operaciones-20160420-0100.html>
- López Roca, L. F. (2018). Presentación. En D. B. Mauricio Baquero Herrera, E. J. Peñalosa, A. M. R., J. A. Higuera, C. F. Médez, F. Gaviria, F. Zuzunegui, Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores (págs. 23-25). Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Departamento de Publicaciones Universidad Externado de Colombia.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (mef.gob.pe). CAPITULO I. Conceptos Básicos sobre el Mercado de Valores.
- Pérez Fructoso, M. J., & Gragera Cubero, J. (1 de 12 de 2018). Análisis y gestión del riesgo operacional en las entidades financieras y aseguradoras. Una comparativa. Revista Ibero-Latinoamericana de Seguros, 27(49). Obtenido de <https://doi.org/10.11144/Javeriana.ris49.agro>
- Rodríguez, J. (14 de 03 de 2019). ¿Qué es el Mercado Secundario? Obtenido de Rankia.co: <https://www.rankia.co/blog/analisis-colcap/4160202-que-mercado-secundario>

Rúgeles, L. P. (2018). Creación, oferta y suscripción de valores. En L. F. Roca, Estudios jurídicos sobre el mercado de valores (págs. 261-287). Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Universidad del Externado.

Superintendencia Financiera de Colombia. (s.f.). Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/simev/registro-nacional-de-valores-y-emisores-rnve-80102>