

## Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

**BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA**  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
Chía - Cundinamarca

**PROYECTO DE CREADORES DE MERCADO PARA DEUDA PRIVADA  
MERCADO DE VALORES COLOMBIANO**

**CARLOS ROBERTO MARTINEZ GUTIERREZ**

**CÓDIGO 201214243**



**UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
INSTITUTO DE POSGRADOS "FORUM"  
ESPECIALIZACION EN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
CHIA, CUNDINAMARCA  
AGOSTO 5 DE 2014**

**PROYECTO DE CREADORES DE MERCADO PARA DEUDA PRIVADA**

**MERCADO DE VALORES COLOMBIANO**

**CARLOS ROBERTO MARTINEZ GUIERREZ**

**CODIGO 201214243**

**Director:**

**MARTÍN ALONSO ECHEVERRY PATIÑO**

**Trabajo de grado para optar el título de Especialista en  
Finanzas y Negocios Internacionales**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
INSTITUTO DE POSGRADOS "FORUM"  
ESPECIALIZACION EN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
CHIA, CUNDINAMARCA  
AGOSTO 5 DE 2014**

**NOTA DE ACEPTACIÓN**

---

---

---

---

---

---

---

**Firma del tutor**

---

**Firma del Jurado**

---

**Firma del jurado**

Bogotá 05/08/2014

## TABLA DE CONTENIDO

<b>RESUMEN.....</b>	<b>7</b>
<b>GLOSARIO.....</b>	<b>9</b>
<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>13</b>
<b>1. PLANTEAMIENTO DEL ROBLEMA.....</b>	<b>15</b>
1.1 Descripción del problema .....	15
1.2 Proposito de la investigacion .....	16
1.3. ustificación.....	17
1.4 Problemas Especificos.....	17
<b>2. OBJETIVOS.....</b>	<b>18</b>
2.1. Objetivo general.....	18
2.2. Objetivos Específicos.....	18
<b>3. MARCO DE REFERENCIA.....</b>	<b>19</b>
3.1. Marco Teórico.....	19
3.1.1 Deuda Privada.....	19
3.1.2 Deuda Privada en Colombia.....	19
3.1.3 Negociación y sistemas de Registro.....	23
3.1.4 Evolución Mercado Deuda en otros países.....	25
3.1.5 Deuda Privada Colombiana para el 2013 y 2014.....	27
3.1.6 Creadores de Mercado.....	28
3.2 Marco Conceptual.....	21
3.2.1 Mercado secundario de bonos.....	29

3.2.2	Panorama del mercado de Deuda Privada en Colombia.....	31
<b>4.</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>33</b>
4.1.	Investigación práctica.....	33
4.2.	Definición.....	34
4.2.1	Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública.....	34
4.2.2	Obligaciones de los Creadores de Mercado.....	35
4.2.3.	Incentivos para los Creadores de Mercado.....	36
4.2.5	Estructura.....	37
<b>5.</b>	<b>PLAN DE ACCION PROPUESTO YCONCLUSIONES.....</b>	<b>....42</b>
5.1	Plan de Acción Propuesto.....	42
5.2	Conclusiones.....	43
	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>44</b>

## LISTA DE TABLAS E ILUSTRACIONES

<b>Grafico 1.</b> Monto total de colocaciones anuales de deuda privada (pesos corrientes).	19
<b>Grafico 2.</b> Distribución de porcentaje de negociación de acuerdo a la calificación del título.	23
<b>Grafico 3.</b> Participación Bonos Corporativos últimos años.	23
<b>Grafico 4.</b> Volumen Anual negociado RF – BVC compraventas pos sistema.	24
<b>Grafico 5.</b> Distribución de la negociación por sistema	25
<b>Tabla 1.</b> Evolución mercados de renta fija latinoamericanos	26
<b>Grafico 6.</b> Tamaño relativo de los mercados de Deuda Privada	27
<b>Grafico 7.</b> Emisión deuda corporativa en COP por tasa.	28
<b>Diagrama 1.</b> Nuevo modelo de negociación implementando Programa creadores de mercado Deuda Privada.	32
<b>Diagrama 2.</b> Alianza BVC- ICAP	37
<b>Diagrama 3.</b> Proyecto en marcha	40

## GLOSARIO

**AMV:** Auto regulador del mercado de valores.

**Aspirantes a Creadores de Mercado:** Se entiende como Aspirantes a Creadores de Mercado (ACM), el grupo de Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, designados como tal por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional.

**BONOS** Son títulos valores que incorporan una parte de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o una entidad sujeta a la inspección y vigilancia del gobierno. Pueden ser emitidos por toda entidad que conforme a su régimen legal pueda hacerlo, previa autorización.

**Bonos de deuda pública:** son emitidos por las entidades del sector público o aquellas en las cuales la participación del Gobierno supera el 51%. Existen bonos de deuda pública interna y externa mediante los cuales el Gobierno Nacional obtiene recursos para financiar sus actividades.

**Bonos de deuda privada:** son emitidos por entidades del sector privado, en las que el Gobierno Nacional no cuenta con una posición dominante o mayoritaria. La colocación de estos bonos permite a los emisores obtener financiación a largo plazo, a tasas de interés competitivas y eventualmente en grandes montos. Además, pueden hacer amortizaciones parciales de la deuda o el pago total al vencimiento.

**Creadores de Mercado:** Se entiende como Creadores de Mercado (CM), el grupo de Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, designados como tal por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**DTF** (tasa de interés de los certificados de depósito a término fijo): Mide la tasa promedio ponderada de captación de los CDT a 90 días. El Banco de la República lo publica semanalmente en su página de internet, en la sección Series estadísticas, Tasas de interés ([www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)).

**IBR** (Indicador bancario de referencia): Refleja el precio al que los bancos están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario. El Banco de la República lo publica semanalmente en su página de internet, en la sección Series estadísticas, Tasas de interés ([www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co))

**IPC (índice de precios al consumidor)**: Mide el comportamiento de los precios de los productos y servicios representativos de una familia colombiana. La variación del IPC equivale a la inflación. El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) lo publica mensualmente en su página de internet ([www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co)).

**Sistemas de Negociación de Valores**: Se entiende por estos, el conjunto de elementos, incluida la infraestructura electrónica, de voz o mixta, establecidos para la negociación de valores debidamente autorizados para operar por la superintendencia Financiera de Colombia.

#### **Mercado Renta Fija**

Son aquellos valores cuya rentabilidad y condiciones son conocidos por el inversionista en el momento de la negociación, pueden ser de Deuda Pública o de Deuda Privada. Estos títulos pueden ser emitidos en pesos colombianos o en una moneda extranjera como el dólar de los Estados Unidos, el EURO, etc.

**Títulos De Deuda Privada**: Bonos corporativos, bonos emitidos en procesos de titularización.

**Títulos De Deuda Pública** Es la deuda interna que tiene el Estado con personas naturales o jurídicas en el ámbito nacional, la cual ha sido contraída principalmente mediante la emisión de títulos valor en el Mercado Público de Valores. El mercado de deuda pública es la compra-venta de títulos ya sea en el mercado primario o secundario o a través de una bolsa de valores o el mercado mostrador.

**Mercados OTC**: Los mercados “Over The Counter” o en español, Sobre el Mostrador, se refiere a la negociación de activos financieros en plazas distintas a los mercados financieros organizados o estandarizados.

**Spread**: Es el diferencial entre el BID (DEMANDA) y el ASK (OFERTA), es decir, la distancia que hay entre compradores y vendedores.

**Mercado primario de bonos**: se refiere a las emisiones de bonos que no han sido negociados previamente. 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:** cuando la oferta está dirigida a menos de 100 personas determinadas o a menos de 500 accionistas del emisor.
- **Oferta pública:** cuando la oferta está dirigida a personas no determinadas o a 100 o más personas determinadas, y tenga 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.

**La oferta pública de bonos se hace a través de los siguientes procesos:**

- **Oferta Underwriting:** Se refiere a la colocación o suscripción de los bonos de deuda privada o deuda pública de orden no nacional. Esta colocación se debe hacer por medio de un agente colocador o intermediario de valores, que se encarga de realizar la oferta. Este servicio se puede llevar a cabo a través de varias modalidades.
- **Subasta holandesa:** Este es el proceso mediante el cual el emisor lleva a cabo la colocación de la emisión en el mercado primario. Para efectuar la subasta, el emisor define una tasa de corte y adjudica, total o parcialmente, todas las ofertas cuya tasa sea menor o igual a esta. Los participantes cuya oferta haya sido aprobada pagarán el mismo precio obteniendo así el rendimiento correspondiente a la tasa de corte.

**Programa de Creadores de Mercado:** Es la agrupación de Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa denominadas Creadores de Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado. Estas entidades tienen como principal función mantener la liquidez de los títulos de Deuda Pública interna del país, para esto los creadores de mercado deben realizar un número mínimo de operaciones en un plazo establecido sobre los títulos en cuestión. Los creadores de mercado son escogidos en periodos de un año por el ministerio de Hacienda y Crédito Público, tras el cumplimiento de requisitos de capital y calificaciones de riesgo estipuladas.

**Rentabilidad variable:** corresponde a inversiones que no ofrecen un rendimiento determinado de antemano, debido a que la rentabilidad dependerá de aspectos como las condiciones del mercado o la situación de las empresas emisoras de dichas inversiones. Un producto típico de este tipo de rentabilidad son las acciones, cuyo retorno depende del precio de negociación al momento de su venta y de los dividendos que se hayan causado.

**Riesgo de mercado:** corresponde a la variabilidad en los precios a los cuales se negocian los activos en los que hemos invertido, generada principalmente por

cambios en las condiciones de la economía, como por ejemplo variaciones en la inflación.

**Riesgo de crédito:** se refiere a la pérdida potencial de recursos entregados a terceros. Este riesgo se divide en dos grandes componentes: el riesgo de contraparte y el riesgo de emisor:

**Riesgo de contraparte:** se refiere a la posibilidad de que cuando vendemos el bono que representa nuestra inversión, la persona que lo adquiere incumpla con la Obligación de pagarnos el valor correspondiente.

**Riesgo de emisor:** es la posibilidad de que cuando adquirimos un bono, la empresa emisora del mismo quiebre y no pueda seguir pagando los intereses que esperamos todos los meses o incluso el capital.

**Riesgo de liquidez:** se entiende como la dificultad de vender un activo en un momento determinado y no hacerlo efectivo. Por ejemplo, en el momento que queramos vender un valor es posible que no haya compradores, motivo por el cual tendremos que mantener nuestra inversión por un plazo mayor al previsto.

**Rentabilidad fija:** corresponde a inversiones que reconocen una tasa de interés fija, la cual usualmente se paga a la fecha de vencimiento pactado para la inversión. Dentro de los instrumentos más comunes de este tipo están: los bonos emitidos por el Gobierno Nacional y que se conocen como los TES, los bonos emitidos por entidades privadas y los certificados de depósito a término (CDT). Habitualmente este tipo de rentabilidad involucra dos modalidades:

- **Tasa fija simple:** Los rendimientos, o intereses, se pactan con base en una tasa de interés fija conocida desde el momento de la inversión.

- **Tasa compuesta:** La rentabilidad depende de un indicador o índice de referencia, como por ejemplo la DTF o el IPC, y se expresa de la siguiente forma: DTF + 2 puntos, IPC + 5 puntos, etc. El siguiente cuadro describe brevemente cada uno de estos indicadores.

**UVR (unidad de valor real):** Refleja el poder adquisitivo con base en la variación mensual del IPC. A partir de enero de 2000 la UVR reemplazó la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC). El Banco de la República lo publica diariamente en su página de internet, en la sección Series estadísticas. ([http://www.banrep.gov.co/seriesestadisticas/see\\_upac.htm](http://www.banrep.gov.co/seriesestadisticas/see_upac.htm)).

## RESUMEN

El mercado de valores Colombiano a partir del inicio del siglo XXI y hasta el presente se ha desarrollado de manera importante en comparación a los años noventa y décadas anteriores donde las herramientas de desarrollo tenían serias limitaciones ya que no podía llegar sino a unos pocos que poseían el conocimiento, el patrimonio y la información requerida para poder actuar de manera eficiente dentro de los diferentes instrumentos que ofrecían los diferentes mercados.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Superintendencia Financiera (SFC) muestran un escenario de mercado donde el auge de inversión extranjera y los flujos que consiguieron llegar a partir de los años posteriores al primer mandato del hoy ex presidente Álvaro Uribe permitieron un mayor dinamismo del mercado de valores nacional.

La inversión extranjera ha llegado en gran parte, apoyada en gran parte por enormes cantidades de dinero inyectados a la economía mundial en donde el instrumento utilizado fue la compra de bonos del tesoro de la Reserva Federal. Se inyectó dinero a la economía mundial donde las economías emergentes fueron el refugio perfecto para este fenómeno de crisis económica mundial en gran parte por los diferenciales de tasas que existían y el riesgo país que conlleva a tener esas tasas lo que mostraba grandes oportunidades en países menos desarrollados pero con economías en auge como México, Colombia, Chile y Perú que venían acompañados de tasas significativamente más altas en sus bonos de deuda soberana y que gracias a la mejora en sus calificaciones crediticias y bajas en lo que comúnmente conocemos como Riesgo País veían llegar enormes cantidades de dólares que posteriormente ayudarían a impulsar sus economías. Sin embargo para nuestro estudio esa inyección de liquidez mundial que impulsó nuevamente a los mercados en general, en Colombia y específicamente en la Deuda privada no se veía desarrollada debido a problemas estructurales y metodológicos de nuestro mercado.

En este documento profundizamos en la evolución de la deuda privada nacional, describimos algunos determinantes de la evolución del mercado doméstico y

analizamos algunas experiencias que pueden proveer lecciones para su desarrollo.

Queremos conocer algunos de los factores que no permiten una buena liquidez y dinámica en el mercado primario y secundario de deuda privada en la economía Colombiana.

Para este propósito se describe la evolución de la deuda privada en nuestro país, haciendo énfasis en el impacto que tiene la calificación de riesgo y el volumen de las emisiones que han impedido el crecimiento del endeudamiento por parte del sector real en el mercado de capitales en Colombia. Los mercados de deuda privada promueven el desarrollo económico de un país, porque permiten canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, a través de los bonos emitidos por las empresas para captar recursos con los cuales financian sus actividades.

Por eso planteamos como un componente crucial en el desarrollo de los mercados de capitales la colocación de Deuda Corporativa; Su profundidad y liquidez ofrece a las empresas emisoras fuentes de financiamiento alternativas a otras más tradicionales, como el crédito. Así mismo, la obtención de este tipo de recursos permite que las compañías cuenten con recursos de largo plazo, lo cual disminuye las cargas financieras en el corto plazo. A pesar de las evidentes bondades de un mercado de deuda privada, este aún no ha logrado adquirir la dinámica deseable en Colombia.

En el presente trabajo buscamos implementar **EL PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO** para deuda privada en Colombia el cual será implementado por SET-ICAP donde se den los parámetros básicos para que se provea la liquidez necesaria a través de las ruedas de títulos no estandarizados.

## INTRODUCCIÓN

La deuda Privada surge por la necesidad que tienen los gobiernos, estados, departamentos o provincias, organismos multilaterales, empresas de todos los sectores de la economía de obtener recursos de financiación para sus respectivos proyectos a costos acordes con las necesidades que tienen estos agentes. La deuda privada hace referencia a la emisión de activos de deuda realizada por instituciones o empresas privadas hemos encontrado como una oportunidad de potenciar el desarrollo de este mercado que tiene una gran importancia en las bolsas más grandes del mundo, identificando la falta de liquidez como el principal obstáculo para su desarrollo.

En el presente documento definiremos las pautas para la creación de un esquema de Creadores de Mercado que permita superar este problema e impulsar, a partir del presente año, el desarrollo del mercado de deuda privada con la ayuda de esta herramienta que ya fue un éxito para la Deuda Pública nacional.

Por medio de esta investigación aplicada se identificaron las principales características del mercado de deuda privada nacional y como el mercado de valores de deuda se desarrolla en Colombia.

Esta investigación se desarrolla en 5 capítulos en donde reflejamos tanto la historia reciente del mercado de Deuda Privada en nuestro país y sua actualidad y proponemos un nuevo esquema para su desarrollo.

En el primero y segundo capítulo se planteó el problema, se definieron los objetivos y la importancia de llevar a cabo esta investigación como aporte significativo al crecimiento y desarrollo del mercado de Deuda Privada.

En el tercer capítulo, se analizaron la historia, los conceptos y posibles factores que influyan en el proceso de creación de Deuda en un país y donde La economía Colombiana se ha destacado en Latinoamérica por sus buenos resultados en los últimos años y ha venido mostrando un crecimiento sostenido a lo largo del siglo XXI. Donde el desarrollo exponencial de la Bolsa de Valores de Colombia que

cada día tiene más inversionistas, montos más importantes, y un mayor número de activos inscritos en los que se puede invertir.

Por lo anterior, Colombia representa uno de los mercados bursátiles más atractivos para los inversionistas extranjeros y las posibilidades de crecimiento en este sector son innumerables. Uno de los mercados que menor desarrollo ha tenido dentro de la Bolsa de Valores Colombiana es la Deuda Privada que se ha mantenido a la sombra del monstruoso crecimiento que ha tenido la Deuda Pública impulsada por las exitosas emisiones de TES que ha realizado el gobierno colombiano en los últimos tiempos.

En el Cuarto capítulo, se desarrolló la metodología y procedimiento que permitió establecer las características, índices y dimensiones que identificaron que el uso de un programa similar al instaurado por El Ministerio de Hacienda y Crédito Público llamado CREADORES DE MERCADO Para Deuda Publica es Posible crearlo con características muy similares para nuestro mercado de Deuda Privada.

Finalmente en el capítulo quinto exponemos las propuestas y alternativas para formalizar y poner en marcha dicho esquema enfocado a la creación de mercado convirtiéndose en un factor importante para el desarrollo de los mercados a nivel nacional.

# **1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

## **1.1 Descripción del problema**

El mercado de deuda privada y su desarrollo a nivel nacional se caracteriza por ser ilíquido es decir no existen contrapartes suficientes tanto en la oferta como en la de manda de estos títulos como para generar una competencia en precios, la profundización de la negociación por parte de los principales participantes del mercado en las emisiones de deuda corporativa, se ve limitada por la presencia de problemas importantes relacionados principalmente con el hecho de que el mercado se ha diseñado principalmente para emisiones primarias, dejando de lado la negociación en el mercado secundario.

Se hace necesaria la creación de un sistema acorde a los estándares de la Bolsa de Valores y Colombia que cuente los avales de los entes reguladores y emisores

## **1.2 Propósito de la Investigación**

Profundizar el mercado de Deuda Privada, generando una herramienta llamada PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO para Deuda Privada haciendo posible la generación de nuevos productos y herramientas con mayor valor agregado para los afiliados.

## **1.3 Justificación**

Debido al poco dinamismo que se observa tanto en las emisiones de Deuda Privada como en el volumen de operaciones de mercado se hace necesaria la creación de un sistema de integración de los principales entes controlantes del mercado de valores nacional tales como la Bolsa de Valores de Colombia(BVC), Infovalmer y SET –ICAP utilizando sistemas ya conocidos como el MEC (Mercado electrónico Colombiano) y el programa de derivados estandarizados de la BVC ya que esta sinergia proveería mayores y mejores insumos para valoración de títulos, mayor alcance de intermediarios y clientes para aumentar oportunidades y acceso a información y proveería una mayor vinculación con otros mercados y productos.

Teniendo en cuenta las dificultades que presenta la naturaleza del mercado nacional, las entidades han adquirido la costumbre de negociar este tipo de

papeles en los mercados OTC (Over The Counter), ya que a través del mismo pueden obtener liquidez y color de mercado encontrando contrapartes que no necesariamente son colombianas y que facilitan la negociación. Esto puede llegar a ser un problema adicional ya que el mercado OTC no permite obtener información confiable de los volúmenes reales que se operan en Deuda Corporativa Colombiana.

El mercado de deuda privada en su conjunto debe ofrecer tasas atractivas a sus inversionistas para que los recursos de los mismos adquieran estos títulos, lo que implica que los proyectos a los cuales están destinados estos recursos deben generar para el emisor una TIR mayor que la que el puede pagar a través de las emisiones de en deuda privada mas los costos asociados a la misma.

En este sentido, el segundo mercado solamente está compuesto por inversionistas profesionales e institucionales, los cuales tienen el conocimiento suficiente del mercado para que se puedan reducir los requisitos de información a los emisores.

Este se constituye en un escenario ideal para establecer un mercado especializado para empresas pequeñas y medianas, en el cual se implemente un marco simplificado de regulación, incluyendo menores condiciones de divulgación de información y menos límites a la participación de los inversionistas, por ejemplo, por la calificación de los títulos.

Sin embargo, aún existen una serie de barreras para aquellas entidades que deciden recurrir a este mercado. Entre los principales problemas que se presentan se encuentran los largos tiempos para la aprobación de los procesos de emisión, el envío de información excesivamente detallada a las instancias involucradas en la emisión (supervisor, bolsa y depósito de valores), la inoperatividad de las opciones de inscripción automática y las altas tarifas cobradas por el supervisor y las infraestructuras. Así mismo, se resalta la escasa participación de inversionistas extranjeros y la falta de inversionistas especializados en los títulos que se negocian en este mercado.

Así mismo, se identifica una heterogeneidad en las condiciones financieras para este mercado específico ya que los emisores estructuran sus emisiones de acuerdo con sus requerimientos de capital y la facilidad para pagarlo, características que no necesariamente coinciden con las necesidades de los inversionistas. Las tasas de referencia, los plazos y las periodicidades de los papeles son particulares para cada compañía impidiendo una homogenización de las emisiones.

Adicionalmente, el mercado ha expresado algunas inconformidades con las metodologías de valoración por parte del proveedor de precios (Infovalmer). Lo anterior, debido a que la categorización de las emisiones y el cálculo de las medianas que involucraba los precios de los últimos 30 días afectaban la valoración de los portafolios, dificultando la claridad en los precios de negociación

y generando inseguridad a la hora de negociar por parte de los participantes. Esto, sumado a que la normatividad impide a los pasivos pensionales vender por debajo del precio de valoración del proveedor de precios ya que se incurriría en detrimento patrimonial.

#### ○ **1.4. Problemas específicos**

- ✓ Los precios de los activos: Cuando se presenta la necesidad de negociar este tipo de activos, los precios en las operaciones pueden presentar cambios abruptos.
- ✓ Existe dificultad para conseguir contrapartes en las ruedas transaccionales colombianas. Sin embargo, cuando se obtienen las puntas, el spread entre el BID y OFFER es demasiado abierto y muchas veces las contrapartes no pueden llegar a un acuerdo de negociación.
- ✓ Los tenedores de los papeles usualmente se ven obligados a mantenerlos por largos periodos, limitando la oferta de estos papeles en el mercado secundario.
- ✓ Los mayores volúmenes de negociación de la deuda estandarizada se realizan a través del mercado OTC. La participación del OTC es del 86% contra 14% de la negociación realizada en ruedas transaccionales colombianas.
- ✓ La evidente poca liquidez de la negociación de la Deuda Privada en el mercado secundario a través de los sistemas transaccionales.

## **2. OBJETIVOS**

### **2.1. Objetivo General**

Presentar las pautas metodológicas para implementar un modelo de Creadores de Mercado para la Deuda Privada Transaccional Colombiana, donde la constante postura de órdenes tanto de compra como de venta permita aumentar la liquidez de las emisiones estandarizadas. Lo anterior, teniendo en cuenta la legislación y estructura del mercado de títulos de deuda privada en donde el programa de creadores de mercado este ceñido diseñado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

## **2.2 Objetivos Específicos**

- Identificar dentro de la estructura del mercado de Deuda privada y basándonos en la historia y evolución del mercado de Deuda Privada Nacional, las causas y consecuencias que el problema de liquidez ha generado a la dinámica de mercado.
- Exponer conceptos para el desarrollo de mercado de valores que permitan al lector entrar en mundo de las finanzas afianzando sus conocimientos sobre el mercado de Deuda Privada.
- Definir las pautas para el desarrollo de un programa de Creadores de Mercado donde se encuentren los elementos necesarios para la implementación de un nuevo sistema de negociación que permita un crecimiento sostenido a la negociación de títulos de Deuda Privada de todos los agentes que intervienen en el Mercado de valores
- Aumentar los Volúmenes de negociación, mediante la implementación del programa de Creadores de Mercado para Deuda Privada donde su presencia en pantalla contribuya para un mercado dinámico y desarrollado.

## **3. MARCO DE REFERENCIA**

### **○ 3.1. Marco Teórico**

#### **• 3.1.1. Deuda Privada**

La deuda privada hace referencia a la emisión de activos de deuda realizada por instituciones o empresas privadas. Según el criterio temporal, la deuda privada o los activos de renta fija privada se pueden agrupar en dos grandes bloques:

A) En el corto plazo, siendo el activo más característico el pagaré de empresa los CDT'S pertenecientes al mercado no estandarizados.

B) En el medio y a largo plazo, en donde se ubican los bonos y obligaciones privadas o empresariales.

En general, el funcionamiento es similar al de los activos de deuda o renta fija pública, aunque las principales diferencias entre este tipo de activos y los de deuda pública son:

A) La liquidez: suelen tener menor liquidez y, por tanto, mayor dificultad para desprenderse del activo antes de su vencimiento.

B) El riesgo: al tratarse de emisiones de empresas éstas suelen tener más riesgo que las emisiones públicas, consideradas como de riesgo nulo al estar garantizadas por el Estado. En la valoración del riesgo asumido en las emisiones de deuda de empresas privada es muy importante la opinión de las empresas de calificación crediticia o rating.<sup>1</sup>

- **3.1.2. Deuda Privada en Colombia**

En el caso de Colombia, durante la última década se presentó un importante crecimiento de este mercado. El desarrollo estuvo acompañado por importantes avances en materia de regulación, infraestructura e innovación financiera que han permitido contar con un mercado de deuda más eficiente. Además, el sector real ha ganado una participación importante en los últimos años.

Hacia mediados de la década de 2000 la deuda pública encuentra su contraparte en el mercado de deuda privada. La alta demanda por deuda pública contribuyó a la eficiencia de la curva de rendimientos cero cupón, facilitando la valoración de otros activos dentro del mercado. Ya hacia el año 2004, cuando el monto total de colocaciones ascendió a \$ 2.5 billones de pesos (Gráfica 1), las colocaciones de deuda alcanzaron un nivel muy importante que representaba una tasa de crecimiento de 54% con respecto a 2003. Desde ese momento el monto total de colocaciones comenzó a presentar estancamiento y solo hasta 2008 volveríamos un incremento significativo. Pero a partir del año 2011 vemos sustanciales disminuciones entre los montos transados y de registro teniendo una caída superior al 82%. Entre 2005 y 2006 la deuda privada también se benefició de la presencia de bajas tasas de interés. De hecho, en el primer trimestre de 2006 las

---

<sup>1</sup> Mateu Gordon, José Luis y Palomo Zurdo, Ricardo Javier, Diccionario Económico - deuda privada. Pag 56.

tasas de interés a las que se emitieron algunos bonos de empresas privadas llegaron a ser inferiores o muy cercanas a las tasas de deuda pública para plazos semejantes. Por ejemplo, en abril de 2006, justo antes de que se desatara la venta masiva de deuda pública.

En los años posteriores 2008-2011 y con la implementación del mercado OTC para todos los agentes no impulsó el crecimiento del mercado, medido por el volumen negociado. Sin embargo, su puesta en marcha modificó la forma como los distintos escenarios (transaccional y registro) participan de la negociación y la formación de los precios, y además, generó profundas modificaciones en la red de agentes del mercado y sus interacciones. El fuerte impacto del Mercado OTC en la Negociación, el crecimiento en el volumen de los negocios registrados en el mercado OTC, a partir de su implementación en 2008<sup>2</sup>, es resultado de la migración de operaciones desde el sistema transaccional. En consecuencia, el desarrollo de este mercado no generó una especialización de los participantes por tipo de instrumento (deuda privada) o tipo de operaciones (compraventas, fondeo).

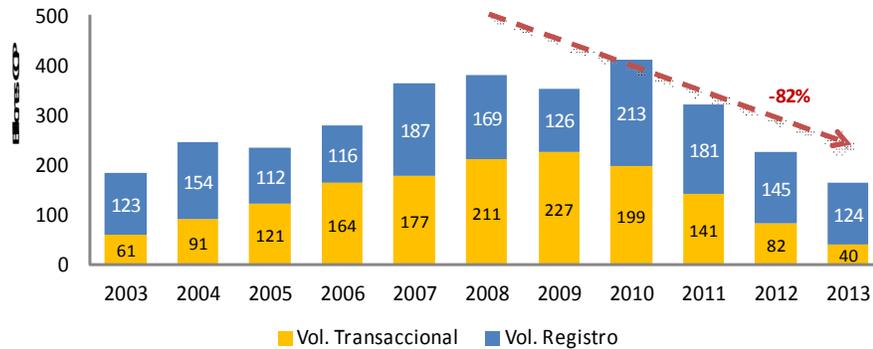
Desde la implementación del registro con confirmación en 2008, el volumen de operaciones de compraventa en el mercado OTC ha presentado un fuerte crecimiento y en 2011 representó el 61% del total de compraventas en el MEC. No obstante, la evolución que ha tenido este mercado ha sido generada por la migración de operaciones desde el mercado transaccional. Entre los años 2010 y 2011, los volúmenes realizados a través del sistema transaccional MEC se redujeron en COP 147,55 billones (33%), mientras que los volúmenes de registro se incrementaron en COP 109,69 billones (30%). Como resultado, la participación del sistema transaccional en el total del volumen del MEC se redujo de 55% a 39%.

***Gráfica 1. Monto total de colocaciones anuales de deuda privada (pesos corrientes)***

---

<sup>2</sup> CRUZ, L., J. C. Echeverry, C. Jaramillo, A. Quiñones: Propuesta para una reforma a los tributos que inciden sobre las transacciones y las decisiones de inversión en el mercado de capitales en Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, Junio. 2006, Pag 32.

**Evolucion de Volúmenes de Deuda Privada**  
Transaccional y Registro  
2003 - 2013



FUENTE: SUPERFINANCIERA

Los resultados positivos que se presentaron durante los últimos cuatro años en el mercado se generaron por el comportamiento de las tasas de interés. Por un lado, durante 2009 las bajas tasas de interés que se presentaban en el sistema financiero llevaron a las empresas a encontrar incentivos para financiarse a costos históricamente bajos, tendencia que se mantuvo durante 2010. En el caso particular de las entidades financieras, los bajos niveles de las tasas de interés llevaron a una caída en la captación a través de CDT, lo cual afectó una de sus fuentes primarias de financiación. Por eso acudieron al mercado de deuda privada como fuente sustituta de financiación<sup>3</sup>.

Esta tendencia se debilitó durante los siguientes dos años, debido al nuevo ciclo alcista en tasas de interés implementado por el Banco de la República y los efectos que ha traído sobre el mercado las normas en materia de liquidez expedidas a principios de 2012. En el primer caso, el alza hizo que las tasas de referencia de emisión, como la DTF o el IBR, comenzaran a aumentar, generando mayores costos en el servicio de deuda para las empresas emisoras.

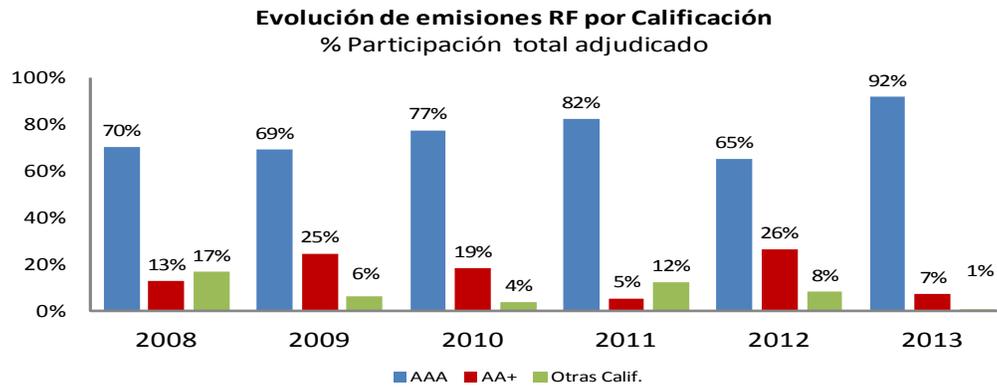
Encontramos que la calificación de los títulos es de vital importancia a la hora de generar una nueva colocación razón por la cual los títulos con las mayores calificaciones son los que tienden a tener mayor actuación dentro del mercado, como se observa también en la **Grafico 2**, la colocación de deuda privada se ha concentrado tradicionalmente en bonos calificados como AAA, aun cuando se observa un ligero incremento en la participación de bonos de calificaciones inferiores.

Aquí podemos apreciar como a través de los años se incrementan notablemente las emisiones con calificación AAA, las emisiones con AA+ se mantienen en el

<sup>3</sup> CRUZ, L., J. C. Echeverry, C. Jaramillo, A. Quiñones: Propuesta para una reforma a los tributos que inciden sobre las transacciones y las decisiones de inversión en el mercado de capitales en Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, Junio. 2006, Pag 39.

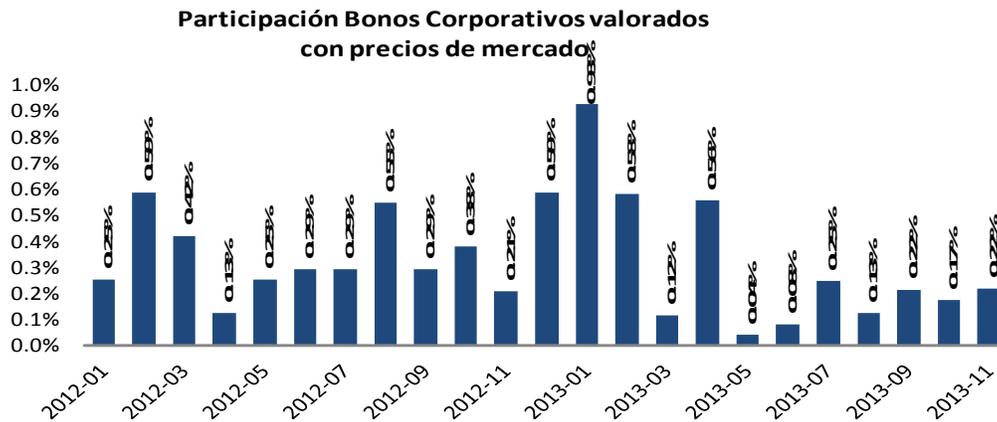
rango de 10% a 20% y títulos con calificaciones inferiores están prácticamente condenados a desaparecer.

**Grafico 2 Distribución de porcentaje de negociación de acuerdo a la calificación del título.**



Fuente BVC

**Gráfica 3. Participación Bonos Corporativos últimos años.**



Fuente: Infovalmer Cálculos BVC

Ya para los últimos años observamos que la participación de los Bonos Corporativos cumplen un ciclo anual que pareciera se repite a través de todo el año donde para el primer trimestre la participación de la Deuda Privada es mucho mayor que a través del resto de año, lo anterior está ligado a que muchas tesorerías tienen la obligación de ejecutar sus recursos para lo que resta del año, además muchos de estos títulos están indexados a indicadores atados a la

inflación lo que hacer que comprarlos en este periodo sea mucho más barato que a partir del segundo trimestre del año<sup>4</sup>.

- **3.1.3 Negociación y sistemas de Registro**

El mercado OTC se ha constituido como la principal fuente de información de precios del mercado de deuda privada con una participación del 91% del volumen en 2011. Por emisor, por tipo de tasa interés y por plazo, esta proporción se mantiene para todas las clases. El MEC transaccional resulta relevante solamente para los títulos con calificaciones crediticias menores (inferiores a AA+), aunque este comportamiento está más asociado a la poca negociación existente sobre estos títulos en el mercado. Sin embargo, la implementación del mercado OTC para todos los agentes no ha incrementado el número de referencias negociadas que generen precios propios<sup>5</sup>. Los títulos que se transan en el sistema de registro coinciden con aquellos negociados en el sistema transaccional, de esta forma, la mayoría de los activos de renta fija, al no contar con liquidez en ninguno de los sistemas, se siguen valorando a precios teóricos.

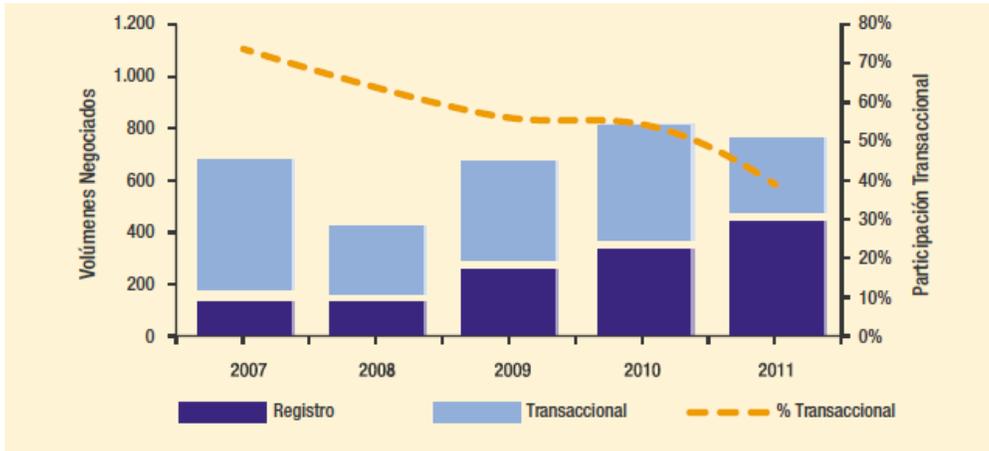
El efecto de migración de operaciones entre ambos sistemas del MEC Transaccional y registro, ha sido superior en el mercado de deuda privada, tal como se esperaba dada la menor liquidez de sus títulos. Entre 2008 y 2011, la negociación de títulos de deuda privada en el mercado transaccional ha disminuido en COP 21,05 billones (51%), mientras que los volúmenes en el mercado OTC se han incrementado en COP 24,66 billones (44%).

---

<sup>4</sup> FERNANDEZ, V. What Determines Market Development? Lessons from Latin American Derivatives Markets with an Emphasis on Chile. *Journal of Financial Intermediation*. 2003. Pág. 46

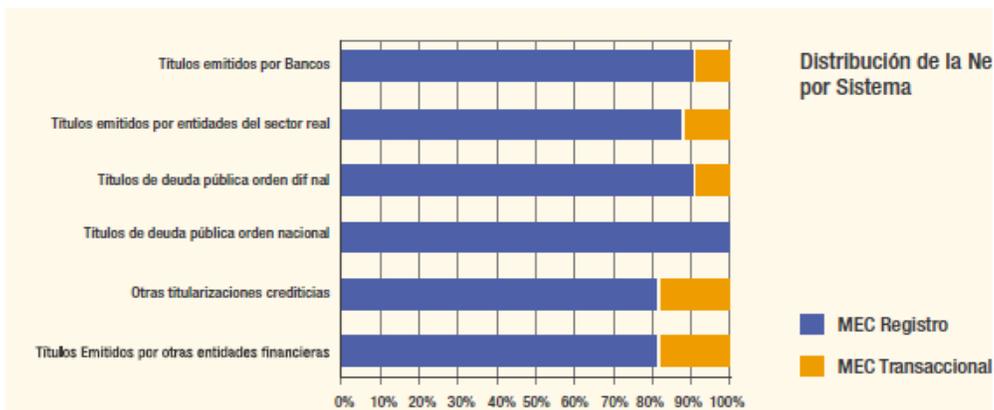
<sup>5</sup> SAADE, Ospina Agustín , "Estructura del Mercado Electrónico Colombiano (MEC) e Identificación de Agentes Sistémicos según Criterios de Centralidad". Banco de la República de Colombia, Reporte de Estabilidad Financiera. 2010.

**Grafico 4. Volumen Anual negociado RF – BVC compraventas pos sistema Montos en Billones de pesos**



Fuente BVC

**Grafico 5. Distribución de la negociación por sistema**



Fuente BVC

El incremento en las tasas de interés durante 2011 aumentó los costos por concepto del servicio de la deuda. En términos de la demanda, la existencia de límites prudenciales que desincentivan el apetito por estos instrumentos, sumado a la ausencia de un mercado que incentive la negociación y la liquidez para las emisiones de las empresas, especialmente para las pymes, dificulta aún más este desarrollo. Estos inconvenientes han llevado al Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, a generar una nueva agenda que promueva el desarrollo del mercado de deuda privada. La agenda pretende redefinir el papel de algunos intermediarios, facilitar los procesos de creación y fortalecer la negociación de los instrumentos emitidos por las entidades<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Cortés Durán Lina Marcela y Trespalcios Carrasquilla Alfredo. Propuesta para Instituir Promotores de Liquidez en Acciones de BVC.Pag 17.

En Colombia si bien el mercado de deuda privada no es el principal actor dentro de la economía, su desarrollo ha venido teniendo avances significativos en materia de regulación, infraestructura e innovación financiera, que han permitido contar con un mercado de deuda más eficiente. Adicionalmente, el sector real ha venido ganando protagonismo en el sector bursátil colombiano con más y mejores empresas que realizan emisiones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

La iliquidez que presenta este mercado ha sido una barrera para que tenga un crecimiento más pronunciado en el país y hace difícil el acceso a un mayor número de participantes que podrían verse beneficiados de este importante activo.

Uno de los componentes vitales para el desarrollo de los mercados de capitales es la colocación de deuda privada ya que permite que las empresas accedan al mercado de valores y generen desarrollo del mismo, provean alternativas a los miles de inversionistas que muchas veces tienen recursos líquidos y dispuestos a invertir a tasas atractivas, el gran problema del mercado de deuda privada se centra en la liquidez de el mismo, ya que al ser poco líquido y donde muchas veces existen pocos títulos para invertir, el desconocimiento por parte de los inversionistas y el método de cómo llegar al mismo hace que muchos recursos se desvíen hacia otros productos que quizá no puedan brindar la misma rentabilidad que pueden ofrecer títulos de deuda pública.

Los mecanismos de implementación de una estructura para operaciones y en general el desarrollo de la deuda privada infiere el desarrollo económico de un país, ya que de esta manera se puede llevar el ahorro hacia la inversión productiva a través de los bonos emitidos por las empresas para captar recursos con los cuales financian sus actividades<sup>7</sup>.

#### **3.1.4 Evolución Mercado Deuda en otros países**

El problema de la reducción del mercado de deuda privada no solo obedece a la dinámica de mercado de Colombia también a los demás países emergentes de la región tienen mercados donde la deuda privada es precaria, mientras que la profundidad que alcanzan en las economías la economía americana, sino inclusive de la que correspondería a su desarrollo económico. Sin embargo otros, como Brasil, Chile y México, han logrado avanzar de manera destacada.

En los países donde este mercado ha sido desarrollado se ha promocionado el mercado de deuda privada a través de dos caminos. El primero de ellos, ha buscado facilitar el proceso de emisión para las entidades que ya son actores activos en la negociación diaria de títulos y generan dinamismo y liquidez en los mercados.

---

#### ***Tabla 1 Evolución mercados de renta fija latinoamericanos***

<sup>7</sup> GAVIRIA, Felipe y Vera Albert, "Arquitectura del Mercado de Renta Fija: Desarrollos Regulatorios y Fragmentación de la Liquidez", Autorregulador del Mercado de Valores -AMV -, Revista del Mercado de Valores. 2011. Pag 27.

## ***Saldos emitidos Instrumentos de deuda en Mercados Locales En millones de USD***

Fuente: Bloomberg

Como segundo aspecto podemos ver como en otros países se ha luchado por la inclusión de pequeñas y medianas empresas (pymes) en los mercados de valores, claro está que estos países, y sus gobiernos tienen la calificación de deuda adecuada para que cualquier inversionista del mundo pueda ir a su mercado y este respaldado por la calificación del país, el riesgo asociado al mismo vs su retorno y adicionalmente la inyección de capital que requiere instaurar un sistema de negociación dirigido hacia este tipo de títulos e inversionistas.

En Colombia se han realizado esfuerzos importantes que buscan acercar a las empresas al mercado de valores. Sin embargo, si se comparan los resultados con la experiencia internacional, contamos con un mercado de deuda privada pequeño y poco desarrollado, que no corresponde al desarrollo económico del país.

A pesar de que Colombia ha tenido grandes avances mediante la reglamentación de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), aún existe una serie de barreras a la inversión, especialmente en cuanto a la inversión extranjera de portafolio. Por otro lado el régimen cambiario local solo permite la canalización de este tipo de inversión mediante la constitución de un fondo de capital extranjero, con el cual el Banco de la República controla la destinación de dichos recursos únicamente para la adquisición de títulos inscritos en el RNVE, en cuentas bancarias y carteras colectivas para el manejo de la liquidez temporal, según el Decreto 2080 de 2000 del MHCP<sup>8</sup>.

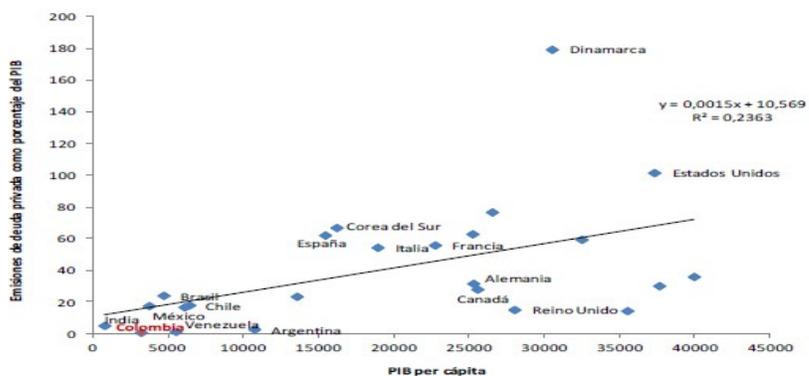
Teniendo en cuenta que la deuda privada se encuentra dentro de las posibilidades de inversión del capital extranjero, las exigencias de monetización (constitución de fondo) y la restricción en las operaciones limitan la potencialidad de esta inversión, desincentiva la inversión extranjera y va en contra de la profundización del mercado de capitales colombiano.

---

<sup>8</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular Única Derivados. 14 Febrero 2013.

Las autoridades han argumentado, en pro de este tipo de medidas y en general frente a los controles de capital, que el componente especulativo de las inversiones y un manejo inapropiado de los flujos de capital pueden tener repercusiones sobre variables macroeconómicas importantes. Aunque esto es cierto, también lo son los efectos nocivos que tienen estas medidas frente a la profundidad y competitividad del mercado.

**Grafico 6. Tamaño relativo de los mercados de Deuda Privada**



Fuente: Banco Mundial. Cálculos: Asobancaria

El grafico 6. nos muestra el contexto en el que se encuentra Colombia frente a los demás países del mundo, Colombia se muestra rezagado frente a países referentes como México, Chile y Brasil, y muy lejano a países desarrollados.

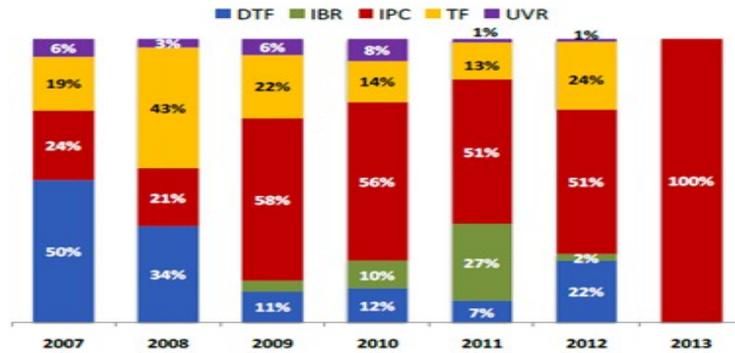
Los países de América Latina que han logrado avanzar en el desarrollo de su mercado de deuda privada, tales como Chile y México, realizaron esfuerzos conscientes de promoción de sus mercados de valores<sup>9</sup>.

El aspecto en el que se han presentado importantes avances en los mercados internacionales de deuda privada es en la inclusión de pequeñas y medianas empresas (pymes) en los mercados de valores. La posibilidad de tener valores inscritos en una bolsa de valores reviste una gran oportunidad para las pymes ya que les permite acceder a mejores y más variadas opciones de financiamiento. Además, una empresa listada en bolsa tiene ventajas frente a otras empresas del mismo sector, debido a que su imagen tendrá un mayor estatus ante sus clientes y proveedores. De igual forma, la divulgación de información sobre gobierno corporativo al público genera una percepción de que la empresa es más transparente y eficiente y está mejor administrada.

<sup>9</sup> FERNANDEZ, V. What Determines Market Development? Lessons from Latin American Derivatives Markets with an Emphasis on Chile. Journal of Financial Intermediation. 2003.Pag 12

○ **3.1.5. Deuda Privada Colombiana para el 2013 y 2014**

**Grafico 7. Emisión deuda corporativa en COP por tasa**



Fuente Gurpo Bancolombia Calculos BVC

La alta liquidez de los mercados internacionales ha significado un gran comienzo de año en cuanto a emisiones de bonos por parte de empresas locales. Dentro de estas nuevas emisiones se destaca el sector financiero; bancos de Colombia, Brasil, Perú y Chile ya empezaron a emitir.

Hasta ahora en Colombia los bonos indexados al IPC se llevan el 100% de las emisiones como se puede ver en las gráficas anteriores. Se espera que esta tendencia continúe a lo largo del año aunque a un ritmo menor del que se verá en Febrero, mes en el que se presentará un gran número de emisiones.

El año 2013 se caracterizó por la importante fuerza del sector financiero en materia de emisiones. Respecto a las emisiones de deuda corporativa durante 2013, estas registraron una leve reducción en relación a lo que se colocó en 2012, alcanzando una cifra cercana a los ocho billones de pesos. La cifra anterior no tiene incluida la posible emisión de deuda que realizaría Ecopetrol este año y que podría ascender a tres billones de pesos según la información que se tiene de la Superintendencia Financiera de Colombia.

● **3.1.6 Creadores de Mercado**

En la actualidad, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha propuesto generar una nueva agenda que promueva el desarrollo del mercado de deuda privada, la cual pretende redefinir el papel de algunos intermediarios, facilitar los procesos de fortalecer la negociación de los instrumentos emitidos por las entidades<sup>10</sup>.

La nueva dinámica tanto en la oferta como en la demanda generó la necesidad de agentes especializados que se encargaran de la distribución de títulos,

<sup>10</sup> Asobancaria Semana Económica Edición 891 2 11 de marzo de 2013

asegurando la liquidez en el mercado secundario y mejorando la formación de precios. La figura de Creadores de Mercado ha probado ser útil en el ejercicio de estas funciones en los mercados desarrollados. En Colombia, el programa de creadores de mercado para los títulos de deuda pública fue creado por el Ministerio de Hacienda en 1997. La orientación inicial del programa fue la colocación primaria de los títulos del gobierno<sup>11</sup>, por lo cual, el avance logrado en términos de liquidez en el mercado secundario fue limitado<sup>11</sup>.

Analizando una época reciente donde encontramos que se había venido perdiendo fuerza en este mercado y dentro de la investigación que nos arroja un resultado del juego de oferta y demanda. En el primer caso, el incremento en las tasas de interés durante 2011 aumentó los costos por concepto del servicio de la deuda. En términos de la demanda, la existencia de límites que para los inversionistas nos son otra cosa que costos mayores hace que se desincentivan el apetito por este tipo de instrumentos financieros y teniendo en cuenta que en Colombia carecemos de un mercado que incentive la negociación y la liquidez para las emisiones de las empresas.

El mercado de bonos privados es más profundo en los países avanzados que en los menos desarrollados, debido a que en los primeros las empresas acuden a él con mayor frecuencia y en mayor escala con el fin de acceder a los recursos que les permitan financiar su actividad y a diferencia de los mercados, menos desarrollados donde solo acceden las grandes firmas o se utilizan otros vehículos de financiación.

- **3.2 Marco Conceptual**

Se establece la tasa cupón de una nueva emisión de Deuda. Cuando: Se anuncia una nueva emisión, los inversionistas, analistas y estructuradores del mercado buscan establecer la tasa justa a la cual debería ubicarse la tasa cupón del título.

Para lo anterior se debe tener en cuenta:

1. El tipo de tasa que puede ser fija simple o indexada a cualquiera de los indicadores anteriormente nombrados.
2. El plazo de la emisión de la nueva referencia.
3. El tipo de papel (CDT, Bono, Subordinado, Bono Ordinario).
4. La calificación del Emisor.
5. Fundamentales del Emisor
6. Condiciones de Mercado.

---

<sup>11</sup> ASOBANCARIA, "El Mercado de Derivados en Colombia. Una Mejor Administración del Riesgo" La Semana Económica.2005. Pag 3.

Teniendo en cuenta lo anterior, el agente establece la tasa de corte que incorpore la totalidad de la información

- **3.2.1 Mercado secundario de bonos**

No necesariamente para invertir en bonos se debe participar en un proceso de underwriting o de subasta holandesa. También podemos acudir al mercado secundario para comprar bonos que ya se encuentran en circulación y que, por ende, están en manos de otros inversionistas.

El mercado secundario de bonos se desarrolla en varios escenarios de negociación. Por un lado están las plataformas electrónicas que administran la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco de la República y que se conocen como el Mercado Electrónico de Negociación (MEC) y el Sistema Electrónico de Negociación (SEN) respectivamente. Por otra parte está el mercado mostrador u Over the Counter (OTC), que se refiere a la compra y venta de bonos por fuera de los sistemas electrónicos y en donde generalmente se negocian los bonos de menor liquidez<sup>12</sup>.

De manera paralela, han ocurrido avances importantes tanto en la regulación como en los instrumentos del mercado, que lo han hecho más eficiente. En este aspecto, la generación de plazos más largos y de tasas de referencia menos volátiles, como el IBR, han contribuido a promover la liquidez del mercado y a disminuir el riesgo para los emisores y los inversionistas. Además, el sector real ha ganado una participación importante en los últimos años.

La diferencia entre los bonos y las acciones se fundamenta en que los bonos no constituyen un derecho de propiedad sobre los activos de las firmas, ni prometen una participación variable sobre sus utilidades el proceso en la emisión y la operatividad de los bonos es que la firma emisora se compromete a devolver los recursos que toma prestados de los inversionistas el principal o valor nominal al final del período de maduración del título que emite como garantía, más los pagos de unos rendimientos preestablecidos a lo largo de ese período “cupones”.

Las acciones por su parte son títulos valor que representan el capital de una empresa y por ello cuando las adquirimos nos volvemos socios de ésta. Además de recibir derechos económicos y políticos y Es importante tener en cuenta que invertir en acciones tiene un beneficio tributario, ya que las utilidades derivadas de la compra o venta de acciones no constituyen renta, ni ganancia ocasional para quienes la reciben.

La rentabilidad o utilidad económica de las acciones es variable, en la medida en que ésta sólo se conoce al momento de liquidar la inversión y depende del resultado que obtenga la empresa. Existen dos elementos que componen la rentabilidad de las acciones:

---

<sup>12</sup> SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Boletín Jurídico Número 24, Enero-Febrero de 2010

**La valorización:** si el emisor obtiene resultados positivos, decimos que gana valor o que se valoriza. Por este hecho, el precio de negociación de la acción en el mercado secundario aumentará frente al precio de emisión, que es el precio al cual compramos las acciones directamente al emisor. Si esto ocurre y decidimos liquidar nuestra inversión, obtenemos una utilidad equivalente a la diferencia en el precio de compra y venta de la acción.

**Los dividendos:** si el emisor genera utilidades durante el respectivo periodo, la Asamblea de Accionistas podrá tomar la decisión de repartirlas, con lo cual los accionistas recibirán dividendos. Para este efecto, la asamblea debe definir el monto, la periodicidad y forma de pago de los mismos, la cual puede ser en dinero o en acciones. Los dividendos pueden otorgarse de forma mensual, trimestral o en fechas específicas durante el año. Cualquiera que sea la periodicidad, es importante que conozcamos la fecha exacta en que se pagan los dividendos, ya que a partir de ésta se calcula el periodo ex-dividendo, el cual debemos tener en cuenta cuando decidamos vender o comprar acciones.

Es importante aclarar que la valorización de las acciones no sólo depende de la gestión del emisor. También puede influir el comportamiento de la economía local y externa.

- **3.1.3. Panorama Actual del mercado de Deuda Privada en Colombia**

La evolución que el mercado de deuda privada ha tenido en Colombia en tiempos recientes muestra que es posible mejorar el acceso. Las cifras de los procesos de emisión realizadas a través de la Bolsa de Valores de Colombia pueden complementar este análisis. En este sentido, en el mercado local de deuda privada los agentes han logrado conseguir en promedio recursos por COP 11,5 billones de pesos durante los últimos años (2009-2012). Uno de los aspectos más relevantes de este proceso es la participación cada vez más dinámica de las empresas del sector real, a pesar de que el sector financiero es el mayor emisor de deuda privada. Así mismo, se destaca que en lo corrido de 2013 se han realizado emisiones por un valor de COP 2,7 billones frente a los COP 1,8 billones colocados en el mismo periodo de 2012<sup>13</sup>.

Al analizar un sector específico del mercado de deuda, como es el de bonos corporativos en Colombia se hallan varios rasgos distintivos en el mercado primario y secundario. La tendencia de este mercado, indica que las emisiones primarias son más apetecidas por parte de los inversionistas institucionales y de los agentes intermediarios cuando estas son mayores a 100 mil millones de pesos, y dichas emisiones tienen una calificación igual o superior a AA+. Esta situación no es la misma para emisiones que estén por debajo de los estándares antes mencionados. Aquí, las condiciones del mercado financiero no funcionan de una

---

<sup>13</sup> BANCOLOMBIA. Creadores de Mercado: La Experiencia de Colombia. 9 de Mayo del 2008. Pag 12.

manera eficiente en la asignación de los recursos para tales empresas. En este punto, se evidencian algunas barreras de entrada por los emisores en el mercado primario<sup>14</sup>; En relación a la banca de inversión, el emisor no consigue la mejor alternativa, ya que ésta según sus preferencias, solo se reserva para emisiones de una mayor cuantía, por lo que, se consigue una banca de inversión más pequeña y de menor prestigio que ocasiona cierta aversión al riesgo por parte de los agentes.

Respecto a las calificadoras, éstas usualmente tienen estándares muy altos para realizar la calificación, implicando que empresas que no son muy grandes representen riesgos superiores como es de esperarse, lo que produce que algunas instituciones financieras no puedan adquirir estos activos.

Con respecto a las firmas comisionistas, éstas al observar un mayor riesgo en la emisión, dada la compañía de la que se trata y la baja cuantía, exige una comisión mayor a la que se requiere para la colocación de emisiones más líquidas de deuda privada.

En algunos casos, emisiones primarias pequeñas (de baja cuantía) pueden no ser muy exitosas, ya que los departamentos de riesgo de los inversionistas institucionales no consideran relevante llevar a cabo estudios de crédito a estos activos, debido a que existe la probabilidad de que en la emisión primaria les sea adjudicado una porción muy pequeña de ellas; por esta razón, es posible que el cupo a asignarse sea mínimo. Esto conlleva a que los inversionistas que incurran en compras de este tipo de activos, puedan pedir una tasa de interés superior a títulos de características similares, tales como plazo e indicador, pero con mejores estándares en cuanto a volumen y calificación para comprarlos, debido a los mayores costos y menor apetito del mercado, y por consecuencia, dicho bono puede convertirse en un activo que implique un riesgo no de crédito, sino de liquidez en el mercado secundario.

Las AFP no pueden invertir más del 30% de su portafolio en deuda privada de sus recursos administrados en instrumentos de renta fija emitidos por entidades vigiladas y no vigiladas por la Superintendencia Bancaria (Superintendencia Financiera de Colombia, 1996); además de las bancas de inversión, los colocadores, los entes reguladores y los inversionistas institucionales sobre el monto y calificación al que estarían dispuestos a invertir; haciendo que algunas empresas no puedan obtener todos los recursos que necesitan para su financiación bajo condiciones normales, por lo que, el mercado de deuda corporativa se encuentra sujeto a unos altos costos de transacción, y conllevando a que no haya un nivel de liquidez óptimo, una cobertura completa para el financiamiento de pequeños emisores y, por consecuencia, la movilidad de los recursos no sea tan fluida como es requerida por la economía.

---

<sup>14</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Cortés Durán Lina Marcela y Trespalacios Carrasquilla Alfredo. Propuesta para Instituir Promotores de Liquidez en Acciones de BVC

Por otro lado, para empresas con calificaciones superiores e iguales a AA+ se ha presentado una dinámica positiva en Colombia, donde a excepción del año 2008, se presenta un crecimiento considerable en el número de montos adjudicados a las empresas, siendo 2009 y 2010 los mejores años con 29 y 28 empresas emisoras.

En resumen, bajo esta condición se visualizan barreras al crédito para las empresas que no requieren de altos volúmenes de recursos, independientemente de la calificación crediticia, no permitiendo que el mercado evolucione de una forma eficiente.

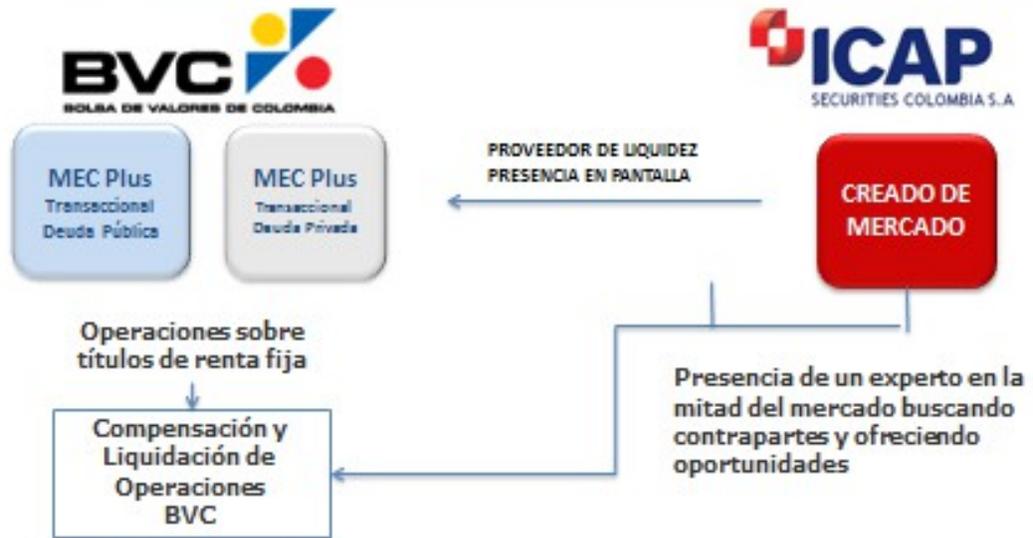
#### **4. METODOLOGIA**

○ 4.1. Investigación práctica

La negociación de la deuda privada en Colombia está dividida en emisiones estandarizadas y no estandarizadas. Las emisiones estandarizadas son aquella en las que un único nemotécnico está asociado a unas características financieras definidas, por otro lado, en las emisiones no estandarizadas se encuentran nemotécnicos que son válidos para más de una emisión. Entre los primeros se encuentran por ejemplo las emisiones de Bonos; al segundo grupo pertenecen los CDT's y otros papeles con menor negociabilidad.

Para darle mayor profundidad a la deuda estandarizada se propone implementar un modelo de Creadores de Mercado, donde la constante postura de órdenes tanto de compra como de venta permita aumentar la liquidez de las emisiones estandarizadas donde se implementara un nuevo modelo para la negociación de la deuda privada.

**Diagrama 1. Nuevo modelo de negociación implementando Programa creadores de mercado Deuda Privada**



***BVC + ICAP Securities = Potencializar la formación de precio y liquidez para el mercado de Deuda Privada***

Los principales beneficiados con el desarrollo de este tipo de programas son los emisores y los inversionistas. ICAP y la BVC deben realizar un esfuerzo conjunto

para atraer emisiones donde se suscriban contratos de liquidez entre los emisores y alguna entidad financiera. El objetivo de la BVC para el año 2015 es tener un mercado de Deuda Privada emitida que equivalga al 30% del PIB. Según el Banco Mundial, el PIB de Colombia para el año 2012 fue de \$590 billones de pesos y el monto emitido en Deuda Privada para el mismo año fue de 43 billones de pesos, equivalente al 7,3% del PIB.

## 4.2. Definición

Los Creadores de Mercado serán los afiliados que voluntariamente se comprometan a mantener puntas de compra y venta, de manera permanente y simultánea, con un spread no superior a determinado número de puntos básicos, sobre emisiones específicas, por un monto mínimo, y durante un periodo de tiempo determinado<sup>15</sup>.

Programa de Creadores de Mercado: es la agrupación de Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa denominadas **Creadores de Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado**: Estas entidades tienen como principal función mantener la liquidez de los títulos de Deuda del país, para esto los creadores de mercado deben realizar un número mínimo de operaciones en un plazo establecido sobre los títulos en cuestión.

### 4.2.1 El Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda

Los Creadores de Mercado son los encargados de las labores de compra, comercialización y estudio de la deuda de la Nación y su finalidad es fomentar unas adecuadas condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales por medio del desarrollo del mercado de títulos de deuda.

Para el logro de los anteriores objetivos, el Programa cuenta con la dirección de la Nación Ministerio de Hacienda y Crédito Público en su calidad de emisor, el Banco de la República como Agente Administrador y la Superintendencia Financiera de Colombia en ejercicio de sus competencias.

La participación en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda es exclusiva para los Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa que cumplan con los requisitos que se establezcan en la presente resolución y en aquellas que la modifiquen, adicionen o sustituyan.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional designa anualmente un grupo de entidades como CM y ACM quienes, conjuntamente con la Nación Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en su calidad de emisor, serán los encargados de contribuir con el desarrollo del

---

<sup>15</sup> MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto Número 2279 del 25 de Junio de 2010. Pág. 3

mercado de capitales, por medio de su operación en campos tales como la ampliación de la base de tenedores por medio de su esfuerzo en la labor de distribución, el aumento en la liquidez del mercado mediante la cotización permanente de puntas de compra y venta, etc.<sup>16</sup>.

#### ○ 4.2.2 Obligaciones de los Creadores de Mercado

Los miembros del Programa de Creadores de Mercado deben garantizar la liquidez en el mercado secundario, manteniendo órdenes de compra y venta de manera permanente y simultánea de acuerdo a las condiciones definidas<sup>17</sup>.

- Spread de negociación: La diferencia máxima de precios que puede presentar quien actúa como Creador de Mercado entre las puntas de compra y venta es de 20 puntos básicos por precio.
- Tiempo de permanencia de las puntas para los Creadores de Mercado: 70% del tiempo de negociación.
- Obligación a operar: Los Creadores de Mercado estarán obligados a operar por lo menos en el 60% de las ruedas de los últimos noventa (90) días calendario, con montos superiores a 500 millones de pesos cada día.
- Investigación: Elaborar informes periódicos, relativos a la evolución de la liquidez en la negociación de los valores respecto de los que actúe en calidad de Creador de Mercado. Este informe deberá colocarse a disposición del público en general a través de su página web.
- De acuerdo al esquema de creadores de mercado diseñado para los títulos de deuda pública quienes incumplan con alguno de los requisitos mínimos de patrimonio o presencia en pantalla tendrían las siguientes sanciones:
- **Incumplimiento del requisito de cotización permanente de puntas de compra y venta.**

Las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública en una vigencia que no coticen puntas de compra y venta en el primer escalón del mercado secundario de Títulos de Deuda Pública durante el setenta por ciento (70%) del tiempo que el mercado

---

<sup>16</sup> SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Boletín Jurídico Número 24, Enero-Febrero de 2010. Pag 7.

<sup>17</sup> MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Resolución Número 3512 del 15 de Noviembre de 2012. Programa de Creadores de Mercado Pág. 16.

permanezca abierto durante la semana, dejarán de participar en el programa en forma temporal definitiva durante la respectiva vigencia así:

1. Ante el primer incumplimiento por parte de los participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública de la obligación prevista en el presente artículo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional procederá a notificar por escrito a la respectiva entidad con el propósito de advertir el incumplimiento.
2. Ante el segundo incumplimiento: Suspensión de su derecho a acceder a las siguientes cuatro (4) Colocaciones No Competitivas.
3. Ante el tercer incumplimiento: Suspensión de su participación en el programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública por dos (2) semanas consecutivas.
4. Ante el cuarto incumplimiento: Suspensión de su participación en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública por cuatro (4) semanas consecutivas.
5. Ante el quinto incumplimiento: Terminación definitiva de su participación en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública por la vigencia correspondiente y por ende pérdida de su calidad de Creador de Mercado o Aspirante a Creador de Mercado.

- **4.2.3 Incentivos para los Creadores de Mercado**

Los incentivos para promover la participación de los integrantes del Programa de Creadores de Mercado de Deuda Privada son los siguientes:

- Sobre adjudicaciones: Las entidades que hagan parte del programa tendrán la posibilidad de participar exclusivamente en las sobre adjudicaciones de las emisiones futuras realizadas por los emisores que tengan títulos sobre los cuales el comité esté obligado a mantener puntas.
- Reputacional: La Bolsa y ICAP publicarán a través de sus páginas Web a las entidades que ostentan la calidad de Creadores De Mercado de Deuda Privada.

Adicionalmente, la Bolsa y ICAP harán difusión mínimo dos (2) veces al año de la Clasificación de Creadores de Mercado de Deuda Privada, a través de un diario o revista de alta difusión dentro del sector financiero y empresarial.

**Diagrama 2 .Alianza BVC- ICAP**



- ✓ Straight Through Processing → aprovechando la infraestructura actual
- ✓ Back Office unificado → implica mejor estándar de riesgo y menor operatividad
- ✓ BVC + ICAP Securities = Potencializar la formación de precio y liquidez mercado de Deuda Privada

#### ○ 4.2.4. Estructura

### Participantes:

Para fortalecer la negociación de la deuda privada que actualmente se encuentra colocada en el mercado, se creará un comité en el cual algunos agentes del mercado pertenecientes a diferentes gremios se obligarán voluntariamente a mantener órdenes de compra y venta de manera permanente y simultánea sobre determinados títulos

El comité estará conformado por:

- ✓ 1 Banco
- ✓ 2 Comisionistas de bolsa (solamente podrán actuar en posición propia)
- ✓ 1 Fondo de pensiones
- ✓ 1 Fiduciaria
- ✓ ICAP-BVC-Infovalmer.

- Emisiones:

Las emisiones sobre las cuales se obligará al comité a mantener órdenes serán elegidas por los integrantes del comité. Estos títulos deberán tener ciertas características que permitan construir una curva de valoración en Infovalmer. Las características que deben contener estas emisiones son las siguientes:

- ✓ Tipo de papel: Bonos ordinarios o Bonos de Deuda Pública interna.
- ✓ Calificación: Triple A (AAA).
- ✓ Vencimiento: Un vencimiento por cada año, empezando en 2013 y finalizando en 2024 (Sector Financiero) y finalizando en 2022 (Sector Real).
- ✓ Tasa de Referencia: Tasa fija e IPC.
- ✓ Amortización: Única al vencimiento.
- ✓ Sector: Financiero y Real.
- ✓ Mercado: Principal.

Las emisiones seleccionadas serán revisadas en reuniones mensuales sostenidas entre el comité.

### Condiciones de Negociación:

La negociación de operaciones de compra/venta de Deuda Privada que serán válidas para el programa de Creadores de Mercado podrán ser realizadas por dos mecanismos: Rueda DEES (Deuda Privada Estandarizada) de MEC Plus y Negociación vía voz. Las operaciones realizadas a través del módulo de registro de la Bolsa de Valores de Colombia no serán tenidas en cuenta en las mediciones de participación.

Bajo estas dos modalidades podrán operar tanto los participantes del programa de Creadores de Mercado como los que no tengan dicha categoría. La negociación se podrá realizar bajo las siguientes condiciones:

- a) Horario: 8:00 a 15:40
- b) Metodología de negociación: Calce automático sin puja y vía voz.
- c) Tipos de operación: Compraventa de títulos de contado.
- d) Naturaleza de la oferta: Compra, venta, y Spread.
- e) Valores negociados: Títulos estandarizados de deuda privada y deuda pública del orden no nacional.
- f) Cantidades mínimas y múltiplos de las ofertas: Creador de Mercado: El equivalente a quinientos millones de pesos (\$500 millones). Aspirantes a Creador de Mercado: Los definidos para la especie.
- g) Revelación de contraparte: Ciego en negociación y visible en compensación y liquidación.
- h) Criterio de negociación y calce: Precio limpio con cálculo de la tasa equivalente con base de descuento 365.
- i) Depósito: El que indique el Afiliado al ingreso de la oferta de venta de las opciones disponibles para cada título (Por defecto: Deceval).
- j) Forma de liquidación preestablecida: Entrega contra pago (DVP).
- k) Anulaciones: Acuerdo entre las partes. No se podrán anular operaciones después de iniciar los procesos de valoración de los proveedores de precios (4 p.m. aproximadamente).

- l) Los títulos que harán parte del esquema serán escogidos por el Comité de Creadores de Mercado.
- m) Los cierres serán visibles por todos los afiliados al MEC

### La reforma al segundo mercado

Colombia ha tenido grandes avances mediante la reglamentación de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), la expedición del Decreto 4800 de 2010 y la delimitación que se estableció en el Decreto Único entre el mercado principal y el segundo mercado<sup>18</sup>.

a. Se plantea la posibilidad de que la calificación crediticia no se convierta en un requisito al que deban ajustarse las entidades sino que se les de la potestad de analizar los riesgos y las oportunidades de negocio al momento de invertir sus recursos.

b. Requerimientos de divulgación de información y autorización de la autoridad de supervisión o regulador financiero: En Colombia, el trámite inscripción no aclara el tipo de información a remitir por el emisor a la SFC, por lo cual en la práctica los emisores y los correspondientes asesores terminan enviando los mismos documentos necesarios en un proceso de oferta pública de valores.

Se hace necesario adecuar regulatoriamente los niveles de información requeridos a un documento más simple para ser enviado por el emisor a la SFC, que resuma solamente los aspectos principales de la emisión, que permita que esta autoridad tenga un proceso más ágil de revisión y se disminuya el periodo de aprobación por parte del supervisor.

c. Tipo de valores a invertir: La reforma que pretende realizar el gobierno pretende que las compañías de todo tipo se incorporen al mercado de valores. Sin embargo, este acceso se debe realizar mediante instrumentos que se ajusten al tamaño patrimonial y productivo de las empresas.

d. Normas antifraude: La experiencia internacional destaca que las compañías emisoras deben asegurar que la información disponible hacia el mercado es idónea y confiable. Por lo tanto, se debe promover la creación de herramientas tecnológicas y de registro que permitan asegurar la veracidad de los datos suministrados y las sanciones que corrijan conductas inapropiadas.

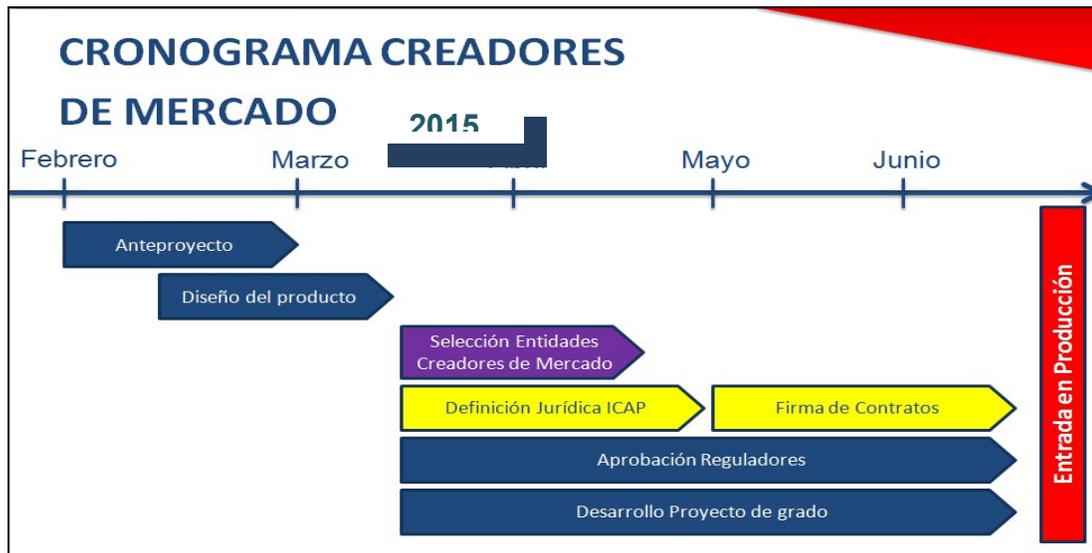
---

<sup>18</sup> Asobancaria Perspectivas de la deuda privada en Colombia, pag 10.

# 1. PLAN DE ACCION Y CONCLUSIONES

## 5.1 Plan de Acción Propuesto

Diagrama 3. Proyecto en marcha



Después de haber analizado las diferentes teorías y obtenidos los resultados de la aplicación y dado el respaldo de las entidades competentes y reguladoras en el proceso de cumplimiento y administración de garantía de las operaciones y después de un proceso de (**marcha blanca**) que optimice la reducción de errores operativos en la implementación al mercado de Deuda Privada se procederá a generar ajustes en cuanto a los siguientes aspectos:

- **Tecnológicos:**
  - Ajustes para interacción de los diferentes sistemas: MEC Plus, BackOffice.
- **Jurídicos:**

- Reglamentos del MEC en BVC y de ICAP: Pendientes de aprobación de SFC.
- Circulares BVC y ICAP: Saldrán publicadas para comentarios de los afiliados.
- Firma de sobre el contrato actual con la BVC.
- **Operativos**
  - Administrador de la Deuda Privada Transaccional: ICAP
  - Niveles de Servicio al cliente en Deuda Privada:

## 5.2 CONCLUSIONES

Como primera medida, Planteamos la recomendación de mejorar los benchmarks para el establecimiento de una curva de rendimientos que refleje la información disponible de manera eficiente. En segundo lugar, es necesario permitir un mayor número de operaciones sobre deuda corporativa, que sirvan como garantía para las de carácter monetario o de derivados, para que no se incentive el desplazamiento de la deuda privada por la pública. Y por último, indispensable integrar la infraestructura de compensación y liquidación, con el fin de evitar distorsiones en el proceso.

Consideramos de vital importancia para cualquier economía en crecimiento que el mercado de capitales asociado a la misma tenga sostenibilidad y avance tecnológico para el crecimiento económico pues un mercado desarrollado promueve fuentes de ahorro e inversión para cada tipo de inversionista en un país. Lo que llamamos mercado de Capitales asigna los recursos entre sectores, permite que los agentes con restricciones de liquidez puedan recurrir a fondos para el financiamiento de sus operaciones y facilita la asignación del riesgo. Estas características contribuyen a incrementar el crecimiento de largo plazo y a suavizar los ciclos económicos.

La instauración de un Programa de Creadores de Mercado permitirá nuevas fuentes para valoración al trabajar conjuntamente con los proveedores de precio además de una fuerte vinculación con otros productos y mercados complementarios como derivados, índices y Hacia el futuro provea, herramientas de negociación y nuevas ofertas de valor agregado para el mercado.

El programa de Creadores de Mercado para Deuda Privada, establecer incentivos para que el emisor estandarice las condiciones de los bonos y sugiere mejorar la valoración y por ende la capacidad de cobertura y gestión de riesgo, el hecho de generar índices de deuda privada para administración de portafolio, promueve la formación de precio de emisiones de mayor riesgo y aumentar las oportunidades de retorno para los portafolios. (Mercado diferente de AAA y AA+) lo que

desemboca en el fortalecimiento el proceso de formación de un mercado de riesgo de crédito en Colombia.

## **BIBLIOGRAFIA**

CRUZ, L., J. C. Echeverry, C. Jaramillo, A. Quiñones: Propuesta para una reforma a los tributos que inciden sobre las transacciones y las decisiones de inversión en el mercado de capitales en Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, Junio. 2006

FERNANDEZ, V. What Determines Market Development? Lessons from Latin American Derivatives Markets with an Emphasis on Chile. Journal of Financial Intermediation. 2003.

GAVIRIA, Felipe y Vera Albert, “Arquitectura del Mercado de Renta Fija: Desarrollos Regulatorios y Fragmentación de la Liquidez”, Autorregulador del Mercado de Valores -AMV -, Revista del Mercado de Valores. 2011.

SAADE, Ospina Agustín , “Estructura del Mercado Electrónico Colombiano (MEC) e Identificación de Agentes Sistémicos según Criterios de Centralidad”. Banco de la República de Colombia, Reporte de Estabilidad Financiera. 2010.

ASOBANCARIA, “El Mercado de Derivados en Colombia. Una Mejor Administración del Riesgo” La Semana Económica.2005

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Boletín Jurídico Número 24, Enero-Febrero de 2010.

COMPENDIO DE NORMATIVA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES DE COSTA RICA. Reglamento Sobre creadores de Mercado. 2005

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto Número 2279 del 25 de Junio de 2010.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Resolución Número 3512 del 15 de Noviembre de 2012.

BANCOLOMBIA. Creadores de Mercado: La Experiencia de Colombia. 9 de Mayo del 2008.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Cortés Durán Lina Marcela y Trespalacios Carrasquilla Alfredo. Propuesta para Instituir Promotores de Liquidez en Acciones de BVC.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular Única Derivados. Febrero 2013.

ASOBANCARIA. Perspectivas de la deuda privada en Colombia, Marzo de 2013.