

# LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN ANTICIPADA DE DERIVADOS OTC EN CASOS DE INSOLVENCIA: ANÁLISIS ECONÓMICO Y JURÍDICO DEL ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009\*

NYDIA REMOLINA-LEÓN\*\*

“Los beneficios del estudio interdisciplinario tienen un costo: los abogados deben aprender algo de economía, y los economistas deben aprender algo del derecho”.

Robert Cooter y Tomas Ulen. Law and Economics. 1997.

## RESUMEN

La creciente importancia de las operaciones sobre derivados OTC (mercado sobre el mostrador) o *tailor made* (hecho a la medida), hace necesario que se realice un análisis de la normativa colombiana en esta materia. La actual reforma financiera regula la compensación y liquidación de este tipo de instrumentos, con lo cual se pretende incentivar el desarrollo de este mercado. Sin embargo, un examen jurídico al artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, aunado a una observación bajo la perspectiva del análisis económico del derecho contractual, permitirán proponer herramientas jurídicas más eficaces y eficientes para incentivar a los agentes en el uso de los derivados OTC como instrumento de especulación o cobertura.

**Palabras clave autor:** derivados OTC o *tailor made*, compensación y liquidación, compensación y liquidación anticipadas, sistemas de compensación y liquidación, juego de agencia, teoría económica del contrato, régimen de insolvencia.

**Palabras clave descriptor:** derivados financieros, contratos-aspectos jurídicos, indemnización judicial.

**Clasificación JEL:** D53, K12, K49.

Fecha de recepción: 8 de septiembre de 2009  
Fecha de aceptación: 3 de noviembre de 2009

\* Artículo de revisión producto de tres factores: 1) De las discusiones y estudios sobre derecho económico y análisis económico del derecho que se dan al interior del Centro de Estudios en Derecho y Economía (CEDE) perteneciente al grupo de investigación de Derecho Económico de la Pontificia Universidad Javeriana; 2) La elaboración de la tesis de grado sobre sistemas de compensación y liquidación para Derivados OTC en Colombia, y 3) La experiencia y acercamiento a temas financieros, adquiridos en el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

\*\* Coordinadora del Centro de Estudios en Derecho y Economía (CEDE) de la Pontificia Universidad Javeriana. Profesional de Asuntos Legales y Disciplinarios del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Egresada de la Facultad de Ciencias Jurídicas y estudiante de la Especialización en Derecho del Mercado de Capitales de la Pontificia Universidad Javeriana. Las opiniones contenidas en el artículo no expresan la posición de AMV y son exclusivas de la autora. Contacto: nremolina@amvcolombia.org.co

## **EARLY LIQUIDATION AND COMPENSATION OF OTC DERIVATIVES IN BANKRUPTCY AND INSOLVENCY CASES: ECONOMIC AND LEGAL ANALYSIS OF ARTICLE 74 OF ACT 1328 OF 2009**

### **ABSTRACT**

The increasing importance of OTC (Over The Counter) or tailor made derivatives, makes it necessary to undertake an analysis of Colombian legislation in this area. The current financial reform regulates the compensation and liquidation of these instruments which are intended to encourage the development of this market. However, a legal review of article 74 of Act 1328, 2009, joined with an observation made based on an economic analysis perspective of contract law, will provide alternatives to introduce more efficient and effective legal instruments that will hopefully incentive agents to use OTC derivatives as instruments for speculation or hedging.

**Key words author:** OTC or Tailor Made Derivatives, Netting, Closed out Netting, Clearing and Settlement, Contract Law and Economics, Bankruptcy and Insolvency Regulations.

**Key word plus:** Derivative Securities, Contracts-legal Aspects, Compensation (Law).

**JEL Classification:** D53, K12, K49.

## **LIQUIDATION ET COMPENSATION ANTICIPÉE DE DÉRIVÉS OTC DANS DES CAS D'INSOLVABILITÉ: ANALYSE ÉCONOMIQUE ET JURIDIQUE DE L'ARTICLE 74 DE LA LOI 1328 DE 2009**

### **RÉSUMÉ**

L'importance croissante des opérations sur les dérivés OTC (sur le comptoir) ou fait sur mesure, rend nécessaire le fait qu'on effectue une analyse de la réglementation colombienne en la matière. L'actuelle réforme financière règle la compensation et la liquidation de ce type d'instruments, et par conséquent on prétend stimuler le développement de ce marché. Cependant, un examen juridique de l'article 74 de la Loi 1328 de 2009, avec une observation sous la perspective de l'analyse économique du droit contractuel, permettra de proposer des outils juridiques plus efficaces pour stimuler les agents à utiliser des dérivés OTC en tant qu'instrument de spéculation ou de couverture.

**Mots clés auteur:** Dérivés OTC ou fait sur mesure, compensation et liquidation, compensation et liquidation anticipée, systèmes de compensation et liquidation, jeu d'agence, théorie économique du contrat, régime d'insolvabilité.

**Mots clés descripteur:** Dérivés financiers, contrats- aspects juridiques, indemnisation judiciaire.

**Classification JEL:** D53, K12, K49.

**Sumario:** Introducción 1. Aspectos generales de los derivados OTC. 2. La reforma financiera. 3. Análisis económico del artículo 74 de la Ley 1328 de 2009. Conclusiones. Bibliografía.

## INTRODUCCIÓN

La creciente importancia del mercado de derivados en Colombia ha impulsado a que en la regulación del mercado de valores se establezcan sistemas que incentiven el uso de estos activos financieros. Es por ello que actualmente se evidencia un desarrollo progresivo en lo referente al mercado de derivados estandarizados en el país. En efecto, a partir del 12 de junio de 2008, con la expedición de la Resolución 0923 de 2008, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. (CRCC) empezó a ejecutar su objeto social como sistema de compensación y liquidación de derivados estandarizados.

Así las cosas, la CRCC compensa y liquida con o sin interposición de contraparte, operaciones sobre valores nacionales o extranjeros, inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, productos estructurados, contratos o bienes transables, incluyendo los que por su naturaleza se negocian a través de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, o a través de sociedades administradoras de los sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica y de sociedades administradoras de sistemas transaccionales de energía y de contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, divisas y derivados sobre divisas, estos últimos de conformidad con la regulación que para el efecto expida la Junta Directiva del Banco de la República, sobre los cuales podrán versar las operaciones susceptibles de ser aceptadas<sup>1</sup>.

La utilidad de lo anterior radica en que ahora será la CRCC quien monitoree y gestione una serie de riesgos inherentes a las operaciones mencionadas. No obstante, y a pesar de lo que permite el Reglamento y la regulación del mercado de valores, esta entidad presta sus servicios de compensación y liquidación para los contratos negociados a través del Sistema de Negociación de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. (BVC)<sup>2</sup>, lo que significa que los riesgos que implica negociar un derivado *tailor made*, esto es, en el mercado mostrador u OTC<sup>3</sup>, no son actualmente gestionados y monitoreados por ninguna entidad.

1 Artículo 2 del Reglamento de la CRCC.

2 Los contratos compensados y liquidados actualmente son Futuros de renta fija (TES) a mediano plazo que tienen como un subyacente un conjunto de bonos de TES clase B a tasa fija en pesos colombianos, lo que en terminología se constituye como la Canasta de Entregables, es decir, aquellos que se negocian a través del sistema X-Tream de la BVC para derivados.

3 Por sus siglas en inglés Over The Counter.

Entonces, si bien los derivados no estandarizados conllevan ventajas, también implica la aparición de riesgos no presentes en la celebración de derivados estandarizados, lo cual pareciera algo contradictorio, si se tiene en cuenta que la función primaria del mercado de derivados OTC es transferir riesgo y no capital o deudas.

Aunado a lo anterior, la normativa colombiana no provee incentivos suficientes para que los agentes utilicen estos instrumentos financieros. Al parecer, con el fin de solucionar esta problemática, fue redactado el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, conocida como la Ley de Reforma Financiera. En el presente escrito se pretende, a partir de un análisis jurídico y económico, evaluar la efectividad y eficiencia de este artículo y plantear una solución integral en materia de compensación y liquidación de derivados del mercado mostrador.

## 1. ASPECTOS GENERALES DE LOS DERIVADOS OTC

### 1.1. IMPORTANCIA EN COLOMBIA

El surgimiento de los derivados OTC en Colombia se remonta a la expedición de la Ley 9 de 1991 –Ley Marco de Cambios Internacionales–<sup>4</sup>, la cual estableció un régimen cambiario flexible y reglamentó e impulsó la utilización de nuevos instrumentos financieros<sup>5</sup>. No obstante lo anterior, desde el año 1994 hasta el año 1999, la Junta Directiva del Banco de la República fijó una banda cambiaria, es decir, un límite mínimo y uno máximo dentro del cual debía fijarse la tasa de cambio<sup>6</sup>. En 1999 se deja de lado dicha banda y las transacciones con divisas aumentan. Precisamente a este aspecto la doctrina atribuye el ofrecimiento de productos como las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF)<sup>7</sup>.

Igualmente, la apertura económica de 1991, incentivando la llegada de instituciones financieras extranjeras, se convierte en otra circunstancia que contribuye al desarrollo e incremento de operaciones con derivados en el mercado OTC<sup>8</sup>.

4 M, Mendoza Álvarez. Op., cit. p. 23.

5 “Se conoce como divisa convertible a aquella que puede intercambiarse libremente por otra divisa y su precio viene determinado por el mercado. En el otro extremo tenemos las divisas no convertibles (o divisas bilaterales), aquéllas que están sometidas a restricciones y los precios son establecidos por el Estado. Como ejemplo de divisas convertibles tenemos: el Euro, el Dólar, el Yen..., que son en las que nos basaremos en gran medida. Como su precio viene determinado por el mercado podremos acceder a ellas más fácilmente. Un ejemplo de divisa no convertible sería el Naira de Nigeria. Ver. A, Vidal Pavel, *La dualidad monetaria y la política cambiaria*, Revista Cuba Siglo XXI, 6, [http://www.nodo50.org/cubasisgloXXI].

6 Biblioteca Virtual del Banco de la República, *La banda cambiaria* (2005).

7 M, Mendoza Álvarez, *Régimen de Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia*, 25 (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2004).

8 M, Mendoza Álvarez. Op. cit., p. 25.

De acuerdo con las cifras del Bank of International Settlements (BIS), el monto no-cional transado en derivados OTC a nivel mundial se incrementó 642% entre 1998 y 2007<sup>9</sup>. Sólo en diciembre de 2007 el volumen de negociación ascendió a 596 trillones de dólares, monto que representa 15 veces el PIB de los países del G-7 y el 88% del total de derivados, según cifras publicadas por el BIS.

No obstante, los derivados OTC son utilizados de manera diferente a nivel mundial, pues en los países desarrollados los contratos sobre tasas de interés son los más populares, mientras que en las economías emergentes los de tipo de cambio son los que tienen mayor preponderancia<sup>10</sup>. Colombia no escapa de esta regla general. Si bien se observa que en este país existe un crecimiento importante durante los últimos años en materia de negociación de derivados OTC, siguen predominando las operaciones con subyacente cambiario. En consonancia con lo anterior, entre julio de 2003 y julio de 2008 el volumen total transado en productos sobre tasa de cambio se incrementó más de ocho veces<sup>11</sup>, como se observa en la Tabla N° 1.

**TABLA N° 1<sup>12</sup>**

**Derivados sobre tasa de cambio**

Instrumento	Volumen negociado*		Participación (%)		Tasa de crec. 08/03
	Julio-03	Julio-08	Julio-08	Julio-08	
Forwards	2.333,0	21.512,4	97,9%	98,5%	822,1%
Opciones	49,8	319,2	2,1%	1,5%	541,1%
Total	2.3832,8	21.831,7	100,0%	100,0%	816,2%

Cifras en millones de dólares.

Fuente: Banco de la República – Cálculos de Asobancaria.

Según el BIS, al comparar la rotación de contratos OTC (Tabla N° 2) dentro de una muestra de 20 países de similar y mayor grado de desarrollo al de Colombia, éste

9 Frente a la dificultad de sumar el costo inicial de cada derivado financiero (depósitos iniciales para los contratos a futuro, premios para opciones, etc.), ya que este varía en función del mecanismo de que se trate, estas estadísticas utilizan un elemento cuya agregación es significativa: el valor del activo subyacente. A este agregado, se da el nombre de “valor no-cional”.

ASOBANCARIA. “Sobre el desarrollo de derivados OTC en Colombia”. Publicado en: *Semana Económica*. No. 674. 2008. p. 2.

10 81% en tasa de cambio versus 9% en tipo de interés, según cifras publicadas por ASOBANCARIA en el año 2008. Este comportamiento se explica, en parte, por la alta volatilidad de las tasas de cambio y el permanente vaivén de los flujos de inversión extranjera. Ver. Z. Árvai, *Recent trends and challenges in OTC derivatives in emerging market economies*, (FMI. 2008).

11 Al respecto la siguiente precisión: la cifra de volumen negociado incluye únicamente opciones y forwards sobre tasa de cambio que son reportados en el “Informe mensual sobre operaciones de derivados” del Banco de la República.

12 ASOBANCARIA. Op. cit., 3.

ocupa el puesto 19 para los productos sobre tipo de cambio, y el puesto 18 para los de tasa de interés.

**TABLA N° 2**

**Rotación de contratos OTC sobre tipo de cambio y tasas de interés**

Rotación de contratos OTC*					
Tipo de cambio			Tasas de interés		
País	Rotación	Puesto N°	País	Rotación	Puesto N°
Australia	161.732	1	Australia	25.347	1
Canadá	56.603	2	Canadá	23.854	2
India	30.720	3	España	18.019	3
Korea	25.052	4	Korea	7.303	4
Rusia	19.482	5	India	5.851	5
Sudáfrica	12.417	6	Sudáfrica	5.007	6
México	11.425	7	Polonia	3.832	7
España	11.125	8	México	3.250	8
Nueva Zelanda	10.970	9	Nueva Zelanda	2.887	9
Taiwan	7.606	10	Taiwan	2.348	10
Polonia	7.354	11	Hungría	924	11
Tailandia	7.030	12	República Checa	827	12
Hungría	4.864	13	Tailandia	489	13
República Checa	3.829	14	Arabia Saudita	282	14
Eslovaquia	3.366	15	Malasia	159	15
Malasia	2.236	16	Brasil	126	16
Arabia Saudita	1.948	17	Perú	17	17
Brasil	725	18	Colombia	9	18
Colombia	666	19	Eslovaquia	–	19
Perú	238	20	Rusia	–	20

\* Promedios diarios expresados en millones de dólares. La rotación o *turnover* se define como la relación entre el valor bruto de todas las operaciones realizadas y el monto notional de los contratos. Datos a abril de 2007.

Fuente: BIS.

Estas cifras evidencian el bajo grado de profundidad de este mercado, pero también exhiben su enorme potencial de crecimiento<sup>13</sup>, por lo que se hace cada vez más evidente la necesidad de incentivar el desarrollo de los mercados de derivados OTC en Colombia.

13 ASOBANCARIA. Op.cit., 3.

## 1.2. APUNTES PRELIMINARES SOBRE EL PROBLEMA DE LA INSOLVENCIA DE UNA DE LAS PARTES EN EL CONTRATO

La utilización de productos derivados no estandarizados, si bien tiene ventajas envuelven una serie de riesgos que los diferencian de los derivados estandarizados<sup>14</sup>. La presencia de ciertos riesgos diferencian al mercado OTC del mercado de derivados estandarizado. Entre dichos riesgos se encuentra el de contraparte, también conocido como riesgo de crédito<sup>15</sup>.

Este riesgo consiste, en pocas palabras, en que una parte no cumpla con sus obligaciones. En efecto, durante la vigencia de un derivado, su valor económico o de mercado cambia de acuerdo a las fluctuaciones del subyacente, por lo que se puede generar una pérdida o una ganancia para cualquiera de las partes. Si por alguna razón la parte perdedora no cumple su obligación contractual, ello genera una pérdida para la otra parte<sup>16</sup>.

En este entendido, el riesgo de crédito es el riesgo de incurrir en “pérdidas patrimoniales ocasionadas por el incumplimiento en el pago de una obligación dineraria, el otorgamiento de una garantía, el cubrimiento de una aceptación bancaria, la realización efectiva de una opción en un mercado de futuros, etc”<sup>17</sup>.

No obstante lo anterior, los autores también han señalado que por riesgo de crédito o de contraparte no se puede entender sólo la posibilidad de que una de las partes no cumpla con las obligaciones derivadas del contrato. En este sentido, hay que decir que se subdivide en dos tipos diferentes: el primero, es el riesgo de contraparte que se presenta en la mayoría de contratos de préstamo y de derivados financieros, mientras que el segundo, conocido como el riesgo de emisor, se presenta en los casos en que el deudor es también el emisor del título que se negocia<sup>18</sup>.

Sin embargo, y con el fin de ser más precisos, es necesario mencionar que la doctrina sobre el tema ha descrito dos componentes diferentes del riesgo de contraparte o de crédito. El primero es el riesgo de incumplimiento, y el segundo es el riesgo de *spread*. En primera medida, podría entenderse que el riesgo de crédito consiste meramente en que alguna de las partes incumpla sus obligaciones. Sin embargo, este aspecto

14 P, Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements – A Practical Guide for Negotiators*, 3, (Pearson Education Ltda, Londres, 2004).

15 N, Remolina León, *El Mercado de Derivados OTC: Viabilidad para un Sistema de Compensación y Liquidación en Colombia*, 12, (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad Javeriana, Facultad de Derecho, 2009).

16 A, Kimber, *Credit Risk. To transaction to portfolio management*. (Securities Institute, Oxford, 1988).

17 J.A, Gómez Soto, *Derivados de Crédito: Comentarios sobre su viabilidad y propuestas para su desarrollo legal en Colombia*, 26, (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2007).

18 *Ibid.*

es sólo una de las aristas del riesgo de contraparte o de crédito, toda vez que éste “*surge de los cambios potenciales de la calidad crediticia de una contraparte en una transacción*”<sup>19</sup>. El hecho de que el deudor pueda incumplir sus obligaciones es lo que se llama, exactamente, riesgo de incumplimiento o de *default*. Aunado a lo anterior, el riesgo de *spread* se refiere a la pérdida que sufre el acreedor como resultado del empeoramiento de la calidad crediticia del deudor<sup>20</sup>.

El sector financiero en Colombia ha comenzado a ofrecer soluciones de cobertura, por lo que resulta trascendental evaluar desde un punto de vista jurídico la posibilidad de un marco regulatorio que incentive y permita el desarrollo de mecanismos de cobertura tan útiles como los derivados.

Lo anterior cobra todavía mayor importancia si se tiene en cuenta la discusión actual sobre transparencia en OTC y los derivados que en dicho escenario se negocian. En efecto, a raíz de la crisis surgida a partir de finales de 2007, desatada por el uso de derivados no estandarizados carentes de transparencia, se ha generado todo un debate en torno a la necesidad de que existan sistemas de compensación y liquidación de estos instrumentos en el OTC<sup>21</sup>.

Un aspecto importante que debe ser tenido en cuenta cuando se habla de este tipo de riesgo en los derivados, hace referencia a que una de las partes contratantes sea objeto de un proceso de insolvencia. Sobre el particular, es menester señalar que para el caso de los derivados OTC o no estandarizados habría que dar aplicación al régimen de insolvencia empresarial contenido en la Ley 1116 de 2006. En caso de tratarse de una entidad financiera, es el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF) el cuerpo normativo llamado a regular dicha situación de insolvencia.

Ni la Ley 1116 ni el EOSF prevén excepciones, como acreedores, para las empresas que participan en la negociación de un derivado OTC, toda vez que para la mayoría de la doctrina el principio de igualdad de los acreedores<sup>22</sup>, presente en los dos régime-

---

19 A. Arvanitis y J. Gregory, *Credit: The complete guide to pricing, Hedging and risk management*, 3, (Londres, Risk Books, 2001)

20 Sin embargo, “el riesgo de *spread* tiene relevancia sólo en los casos en que el título de deuda se encuentre cotizando en un mercado de valores, toda vez que hay un aumento inmediato en las expectativas de pérdida a futuro. Al realizar la emisión de deuda, el emisor contaba con determinada calificación crediticia con base en la cual se establecía la prima de riesgo que debía reconocer a sus acreedores (lo cual se reflejaba en la tasa de interés). Sin embargo, cuando su calificación disminuye, ya no hay una correspondencia adecuada entre la prima de riesgo que se reconoce en esos títulos que se encuentran circulando y el verdadero riesgo que hay de que el deudor no pague, por lo que los tenedores (acreedores) tienen en su mano un título que no renta lo suficiente para compensar el riesgo que conlleva y en esa medida, su valor en el mercado disminuye sustancialmente”. J.A. Gómez Soto. Op.cit, 27.

21 En efecto, el tema fue uno de los puntos a discutir en la última cumbre del G-20 que tuvo lugar este año en Pittsburg (Estados Unidos).

22 Artículo 4 de la Ley 1116 de 2006. “Principios del régimen de insolvencia. El régimen de insolvencia está orientado por los siguientes principios:

nes, implica que cualquier disposición que privilegie a un acreedor debe encontrarse consagrada en una ley de carácter especial que modifique el régimen de insolvencia.

Es importante mencionar que se ha considerado que cualquier régimen de insolvencia debe estar basado en los principios que tradicionalmente ha decantado la doctrina como pilares esenciales de los procesos concursales, entre ellos, por supuesto, el principio de igualdad. De esta manera, todo régimen de insolvencia debe regular, por lo menos, las dos variantes de los procesos concursales: los procesos de recuperación o salvamento y los procesos de liquidación. Si la regulación no se encuentra basada en estos principios, no podrá denominarse como régimen de insolvencia<sup>23</sup>.

Lo anterior sólo significa que si una de las partes del contrato entra en proceso de insolvencia, se dará aplicación al sistema de prelación de créditos del Código Civil. En otras palabras, la parte del contrato que no ha entrado en proceso de insolvencia tiene un crédito de quinta y última clase,<sup>24</sup> aspecto que no es algo distinto a un desinsentivo para el uso de estos instrumentos financieros en Colombia.

Si a lo anterior se añaden los incentivos que provee la Ley 964 de 2005 para la celebración de derivados estandarizados, se evidencian todavía más las dificultades de la legislación colombiana para incrementar el uso de derivados OTC.

En efecto, en los mercados organizados en los cuales se negocian derivados se da aplicación al principio de finalidad de las operaciones, contenido en el artículo 10 de la Ley 964 de 2005<sup>25</sup>. Así mismo, el artículo 11 de la misma ley establece el principio

---

(...)

2. Igualdad: tratamiento equitativo a todos los acreedores que concurran al proceso de insolvencia, sin perjuicio de la aplicación de las reglas sobre prelación de créditos y preferencias.

(...)”

23 R.E. Wilches-Durán, *Vacios e Inconsistencias Estructurales del Nuevo Régimen de Insolvencia Empresarial Colombiano. Identificación y Propuestas de Solución*, Revista Universitas, 205, (Universidad Javeriana, Facultad de ciencias Jurídicas. N° 117, julio-diciembre de 2008).

24 Artículo 10 de la Ley 964 de 2005. Artículo 2509 del Código Civil.

25 “Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.

Se entiende por orden de transferencia la instrucción incondicional dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción.

Para efectos de esta ley, se entiende que una orden de transferencia ha sido aceptada cuando ha cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación, adoptados conforme a las disposiciones pertinentes. Tales reglamentos deberán ser aprobados por la Superintendencia de Valores.

Parágrafo 1°. Una vez una orden de transferencia haya sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación en los términos señalados en esta ley, los valores y los fondos respectivos no podrán ser objeto de medidas

de protección a las garantías, el cual resulta también de relevancia en los casos en los cuales una de las partes del contrato haya entrado en un proceso concursal o de insolvencia<sup>26</sup>.

Esto significa que: 1) las órdenes de transferencia de fondos en materia de derivados estandarizados son firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros; 2) que una orden de transferencia que haya sido aceptada no puede ser objeto de medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de

---

judiciales o administrativas incluidas las medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de dicho sistema. Las órdenes de transferencia aceptadas, los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de aquellas se derivan no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces. Estas medidas sólo surtirán sus efectos respecto a órdenes de transferencia no aceptadas a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables. En el caso de medidas derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas dicha notificación deberá hacerse de manera personal al representante legal del administrador del sistema.

Parágrafo 2°. Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las acciones que puedan asistir al agente especial, el liquidador, los órganos concursales, a las autoridades pertinentes o a cualquier acreedor para exigir, en su caso, las indemnizaciones que correspondan o las responsabilidades que procedan, por una actuación contraria a derecho o por cualquier otra causa, de quienes hubieran realizado dicha actuación o de los que indebidamente hubieran resultado beneficiarios de las operaciones realizadas.

Parágrafo 3°. Lo previsto en el presente artículo será aplicable a las operaciones que se efectúen tanto en el mercado mostrador como a las que se realicen en los sistemas de negociación de valores, a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación”.

- 26 Artículo 11 de la Ley 964 de 2005. “Las garantías entregadas por cuenta de un participante a un sistema de compensación y liquidación de operaciones, sean propias o de un tercero, que estén afectas al cumplimiento de operaciones u órdenes de transferencia aceptadas por el sistema, así como de la compensación y liquidación que resulten de estas, no podrán ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes.

Los actos por virtud de los cuales se constituyan, incrementen o sustituyan las garantías a que hace referencia el inciso anterior serán irrevocables y no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces.

Las garantías entregadas por cuenta de un participante en un sistema de compensación y liquidación de operaciones podrán aplicarse a la liquidación de las obligaciones garantizadas aun en el evento en que el otorgante sea objeto de un proceso concursal o liquidatorio o de un acuerdo de reestructuración. Se entenderá, sin embargo, que el sobrante que resulte de la liquidación de las obligaciones correspondientes con cargo a las citadas garantías será parte del patrimonio del otorgante para efectos del respectivo proceso.

Las garantías a que se refiere el presente artículo se podrán hacer efectivas, sin necesidad de trámite judicial alguno, conforme a los reglamentos del correspondiente sistema de compensación y liquidación de operaciones.

Parágrafo 1°. En el libro de anotación en cuenta podrán inscribirse prendas con o sin tenencia sobre valores y otros negocios jurídicos dirigidos a garantizar o asegurar el cumplimiento de obligaciones.

Parágrafo 2°. Las garantías entregadas al Banco de la República para asegurar el cumplimiento de las operaciones que realice el Banco en cumplimiento de sus funciones, tendrán las prerrogativas establecidas en el presente artículo”.

dicho sistema, y 3) que las garantías entregadas no pueden ser atacadas por terceros y pueden ser ejecutadas directamente por el sistema de negociación sin necesidad de trámite judicial alguno.

Sin embargo, el parágrafo 3 del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 establece claramente que “lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores (...)”.

En otras palabras, a partir de una lectura integral de la Ley 964, se llega a la conclusión de que los principios de finalidad de las operaciones y protección de las garantías, de especial relevancia, aplicarían sólo a los derivados estandarizados, o lo que es lo mismo, no aplicarían a los derivados OTC. Este aspecto hace que el mercado de derivados no estandarizados sea menos atractivo para los agentes del mercado.

No obstante, no todos los derivados no estandarizados están excluidos de la aplicación de estos dos principios. Es aquí donde cobra mayor importancia el tema objeto de estudio: los sistemas de compensación y liquidación para derivados no estandarizados. En efecto, el artículo 15 de la Ley 964 de 2005 establece que lo dispuesto en los artículos 10 y 11 de la Ley (los ya explicados principios de finalidad y protección de las garantías) serán aplicables a las operaciones que compensen y liquiden las CRCC. Así, este artículo hace extensivo este principio a los derivados OTC que se compensen y liquiden en las CRCC. Lo mismo es ratificado por los Decretos 2893 de 2007 y 1796 de 2008<sup>27</sup>.

27 A continuación se citan los artículos pertinentes de cada uno de los decretos mencionados.

Artículo 11 del Decreto 2893 de 2007:

“(...)”

El principio de finalidad se extiende a las operaciones aceptadas por una Cámara de Riesgo Central de Contraparte en su función de contraparte desde el momento de su aceptación y se aplica a todos los actos necesarios para su cumplimiento, incluida la compensación a que se refiere el artículo 17 de la Ley 964 de 2005, aún si estos se llevan a cabo a través de otros administradores o agentes de sistemas de compensación y liquidación, depósitos de valores y sistemas de pagos, sin que ello implique para el (los) administrador(es) de tal(es) sistema(s) garantizar el cumplimiento efectivo de la(s) respectiva(s) orden(es) de transferencia.

Parágrafo. Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 17 del presente decreto, la compensación y liquidación efectuada por organismos que a la fecha de entrada en vigencia del mismo se encuentren ejecutando actividades propias de una cámara de riesgo central de contraparte, respecto de operaciones realizadas por intermedio de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, se regirá por lo previsto en el Decreto 1511 de 2006 y en las demás disposiciones que lo modifiquen o sustituyan. No obstante, la compensación y liquidación sobre valores que realicen dichos organismos, se regirá por el Decreto 1456 de 2007 y por las demás disposiciones que lo modifiquen o sustituyan”.

Artículo 7º del Decreto 1796 de 2008 que modifica el Artículo 2.7.1.7. de la Resolución 400 de 1995:

“Compensación de obligaciones generadas por la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados. Las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia

### 1.3. ALGUNAS SOLUCIONES: EFICACES Y NO EFICACES

#### 1.3.1. LA LEY 964 DE 2005

En la Ley 964 empiezan a verse las primeras manifestaciones de una regulación encaminada a incentivar el uso de derivados OTC, dotándolos de herramientas y mecanismos que hagan menos riesgoso el cumplimiento de este tipo de operaciones en casos de insolvencia cuando la operación no es compensada y liquidada por la CRCC.

Al respecto, el artículo 14 da un primer paso, estableciendo una serie de medidas relacionadas con las operaciones repo, operaciones simultáneas, intercambios de valores y transferencias temporales de valores<sup>28</sup>.

---

Financiera de Colombia podrán compensar obligaciones generadas por la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados con una misma contraparte y ejecutar las garantías que hayan sido constituidas para el cumplimiento de dichas operaciones, bajo las condiciones que se hayan acordado o establecido.

Los contratos y los sistemas de compensación y liquidación de operaciones establecerán en sus cláusulas y reglamentos, respectivamente, los criterios y condiciones para la realización de esta compensación, así como para la ejecución de las garantías.

Parágrafo. Solamente los instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se compensen y liquiden en sistemas de compensación y liquidación de operaciones tendrán los privilegios generados por el principio de finalidad y protección de las garantías contenidos en los artículos 10 y 11 de la Ley 964 de 2005 o demás normas que los modifiquen o sustituyan.”

28 Artículo 14 de la Ley 964 de 2005:

“Operaciones repo, operaciones simultáneas, intercambio de valores y transferencia temporal de valores.

Las operaciones repo, las operaciones simultáneas de valores, las de intercambio de valores y las transferencias temporales de valores, así como las demás que se determinen de conformidad con el artículo 4° de la presente ley, celebradas conforme a la normatividad aplicable, conllevan la transferencia de propiedad sobre los valores entregados.

Los efectos jurídicos de las operaciones repo y simultáneas a las cuales se refiere el presente artículo serán los siguientes:

- a) Una vez cumplido el plazo o la condición que se pacte el adquirente inicial de los valores deberá restituir la propiedad de los mismos a quien se los transfirió. Si los títulos originalmente utilizados en la operación fueron enajenados, deberá entregar otros de la misma especie, clase y monto;
- b) Si quien inicialmente transfiere los valores incumple su obligación de pagar el precio de readquisición, su contraparte mantendrá el derecho de propiedad sobre los mismos y en consecuencia podrá conservarlos definitivamente, disponer de ellos o cobrarlos a su vencimiento. Sin embargo, en este caso la parte que mantenga la propiedad del título deberá entregar a su contraparte en un plazo no mayor a cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha del incumplimiento la diferencia que resulte entre el precio acordado y el precio de mercado del valor en la fecha del incumplimiento;
- c) Si quien inicialmente adquiere los valores incumple su obligación de retransferirlos, su contraparte no tendrá obligación de pagar un precio por los mismos. La contraparte que entregó inicialmente el título tendrá derecho a que se le entregue en un plazo no mayor a cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha del incumplimiento, la diferencia que resulte entre el precio acordado y el precio de mercado del valor en la fecha del incumplimiento.

En los intercambios de valores y las transferencias temporales de valores si quien está obligado a restituir el valor a su contraparte incumple dicha obligación, la contraparte mantendrá el derecho de propiedad de los valores que inicialmente se le hayan entregado y en consecuencia podrá conservarlos definitivamente, disponer

En relación con los procedimientos de insolvencia y sus consecuencias sobre los contratos de derivados financieros, el parágrafo primero del artículo 14 dispone que, cuando se encuentre pendiente el cumplimiento de alguna de las operaciones que se acaban de mencionar, y se esté ante la ocurrencia de un procedimiento concursal, habrá lugar a la terminación anticipada de la operación y la contraparte de esta entidad tendrá derecho a que se le reconozca un crédito que no formará parte del activo concursal.

Algunos autores consideran lamentable que esta prescripción sólo sea prevista por el legislador para las operaciones determinadas en el artículo 14 de la Ley 964. En este sentido, Gómez expresa que de todas formas existe “la posibilidad de que el gobierno, en ejercicio de su deber de intervención en el mercado de valores, amplíe la gama de productos financieros a los cuales es aplicable lo anteriormente explicado, lo cual como ya se dijo, abre la posibilidad de que los derivados financieros reciban un tratamiento diferenciado”<sup>29</sup>.

### 1.3.2. LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD PRIVADA: EL CONTRATO MARCO

Como ya se explicó, los derivados OTC llevan consigo una serie de riesgos que no son tan frecuentes o se perciben de otras formas en los derivados estandarizados. Se preguntará el lector, entonces, ¿por qué los participantes del mercado de valores preferirían celebrar un contrato de derivados no estandarizados? Sin duda el mayor atractivo de estos instrumentos financieros consiste en que pueden ser hechos a la medida de las necesidades de las partes contratantes. Esa libertad contractual trae consigo

---

de ellos o cobrarlos a su vencimiento. Si existe alguna diferencia entre el precio de mercado del título recibido y el precio de mercado del título entregado valorados en la fecha del incumplimiento, la parte que haya entregado inicialmente el valor con el mayor precio, en la fecha del incumplimiento, tendrá derecho a que se le pague en un plazo no mayor a cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha del incumplimiento, la diferencia entre los precios de los dos valores, mediante la entrega de dinero o valores de la misma clase, según lo convengan las partes.

Parágrafo 1°. Cuando se encuentre pendiente de cumplimiento una de las operaciones a las que se refiere este artículo y se presente un procedimiento concursal, una toma de posesión para liquidación o, acuerdos globales de reestructuración de deudas, respecto de las partes que intervienen en la misma se dará por terminada anticipadamente la operación a partir de la fecha en que se haya adoptado la decisión respectiva.

En este caso, se procederá como se dispone en el presente artículo según la posición de la parte incumplida en la respectiva operación. En el caso previsto en el literal c) la parte que transfirió los valores tendrá derecho a que se le reconozca un crédito por una suma equivalente a la diferencia entre el valor de la obligación a la fecha respectiva y el precio de mercado del valor el día de la declaración del proceso concursal. En el caso de los intercambios de valores y de las transferencias temporales de valores, si la contraparte de la entidad respecto de la cual se inició un proceso concursal entregó valores con un mayor precio de mercado, tendrá derecho a que se le reconozca un crédito por una suma equivalente a la diferencia de precios entre los dos valores. Estos créditos no forman parte de los activos del proceso concursal y deberán satisfacerse a la mayor brevedad posible.

Parágrafo 2°. Para efectos de lo dispuesto en el presente artículo el Gobierno Nacional reglamentará la forma de determinar los precios de mercado de los valores.

Parágrafo 3°. Lo previsto en el presente artículo será aplicable en caso que no exista previsión diferente en los contratos correspondientes o en el respectivo reglamento”.

29 J.A. Gómez Soto, Op.cit, 15.

algunas desventajas, como las inherentes a una eventual insolvencia de una de las partes contratantes. Para disminuir estas desventajas, las partes deben asegurarse de prever en el contrato que celebran a la medida de sus necesidades, todas las posibles situaciones que podrían presentarse durante su ejecución.

Los contratos de derivados no son más que contratos atípicos, por lo que los contratantes no tienen una normativa supletiva que aplique en caso de que no dejen pactada alguna cláusula. Al ser atípicos los contratos de derivados,

no pueden las partes referirse a una normatividad específica que reconozca el contrato, establezca sus efectos, las modalidades contractuales, las sanciones por incumplimiento, etc., y se corre el riesgo jurídico de que en virtud del artículo 8 de la Ley 153 de 1887, se apliquen analogías con normativas correspondientes a casos semejantes que probablemente desconozcan la naturaleza económica del contrato atípico<sup>30</sup>.

Existen varios modelos contractuales que tratan de recoger los aspectos señalados. Sin embargo a nivel internacional el modelo más usado es, sin duda, el elaborado por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>31</sup>. En 1992 son publicados los *ISDA Master Agreements*, siendo reevaluados y mejorados en el año 2002 mediante la expedición del *ISDA Master Agreement*<sup>32</sup>. En éste se incorporan diferentes documentos que recogen un conjunto de normas y principios contenidos en las definiciones de ISDA, así como condiciones particulares para las transacciones, incluyendo una regulación de aspectos como la aplicación de tipos de cambio, la suspensión de la cotización del activo subyacente que haya de determinar el precio de la operación en concreto, los mecanismos previstos para acreditar el incumplimiento de las obligaciones de las partes, el plazo de vigencia del contrato (llegando a mencionar cuáles días se consideran hábiles y cuáles no), la liquidación de la operación, etc. Sin perjuicio de lo anterior, se reitera que la documentación ISDA es susceptible de ser modificada por las partes contratantes, según sus necesidades en el negocio que piensan ejecutar.

30 M, Mendoza Álvarez. Op.cit. 68.

31 ISDA se denomina a sí misma como “Global trade association for OTC derivatives, and maintainers of the industry-standard ISDA documentation” [www.isda.org].

32 “The Protocol is the result of the publication of the 2002 ISDA Master Agreement (2002 Agreement). The 2002 Agreement offers several new beneficial provisions as compared to the 1992 ISDA Master Agreements, including a single measure of damages provision, Close-out Amount, amendments to several of the Events of Default and Termination Events, including a new Termination Event, Force Majeure Event, a set-off provision, consolidated interest and compensation provisions and amended jurisdiction provisions.

Prior to publication of the 2002 Agreement, ISDA published a number of definitional booklets and credit support documents. These documents refer to terminology and provisions set forth in the 1992 ISDA Master Agreements. The Protocol permits these various documents to be amended to reflect the new terminology and provisions set forth in the 2002 Agreement. For an institution to amend all affected contracts to incorporate these standard amendments would involve significant time and expense if undertaken through bilateral negotiation between all counterparties. ISDA is therefore sponsoring a multilateral amendment mechanism - the Protocol” ISDA. Master Agreement Protocol. 2002. www.isda.org

El problema que suscita el régimen de insolvencia en el mercado de derivados también afecta a aquellos derivados que se negocian con base en la documentación ISDA. Se explicará a continuación este aspecto. El artículo 16 de la Ley 1116 de 2006, establece que son ineficaces

(...) las estipulaciones contractuales que tengan por objeto o finalidad impedir u obstaculizar directa o indirectamente el inicio de un proceso de reorganización, mediante la terminación anticipada de contratos, la aceleración de obligaciones, la imposición de restricciones y, en general, a través de cualquier clase de prohibiciones, solicitud de autorizaciones o imposición de efectos desfavorables para el deudor que sea admitido al proceso de reorganización (...)<sup>33</sup>.

Pues bien, la documentación ISDA, con base en la cual son realizadas muchas operaciones con derivados financieros en el OTC, establece dentro de los contratos ciertas cláusulas que, *a priori*, podrían llegar a ser interpretadas como aquellas que describe el artículo anteriormente citado, y que por prescripción del mismo resultan ineficaces. Sin embargo, debe aclararse que la documentación ISDA no utiliza mecanismos de aceleración de obligaciones, ni la terminación del contrato, sino la liquidación anticipada. Por esta razón dichas cláusulas no se encuentran dentro de las que son enumeradas por el artículo en cita. Sin embargo, existe el riesgo de una errónea interpretación de la cláusula del contrato por parte de un juez no experto en el mercado de valores.

Además, otro punto de discusión alrededor del establecimiento de este tipo de cláusulas se ha centrado en que este mecanismo de liquidación anticipada impone efectos desfavorables al deudor que es admitido en un proceso de insolvencia. Si se llega a la conclusión de que efectivamente este tipo de cláusulas inherentes a la documentación ISDA son desfavorables al deudor que entra en proceso de insolvencia, se estaría hablando de una ineficacia de dicha cláusula contractual.

Específicamente sobre el problema de la insolvencia, el ISDA Master Agreement contiene unas cláusulas especiales de compensación y liquidación<sup>34</sup> de swaps, los cuales son contratos de derivados OTC por medio de los cuales las partes contratantes se obligan a realizar el intercambio de unos flujos de caja en unas fechas determinadas<sup>35</sup>.

33 Artículo 16 de la Ley 1116 de 2006.

34 Literal c. Sección 2. ISDA Master Agreement.

35 "A swap is a privately negotiated agreement between two parties to exchange cash flows at specified intervals (payment dates) during the agreed-upon life of the contract (maturity or tenor). Entering a swap typically does not require the payment of a fee". ISDA. Product descriptions and Frequently Asked Questions. En: [<http://www.isda.org/educat/faqs.html#9>].

Por una parte, existen unas cláusulas sobre liquidación de operaciones, conocidas bajo el nombre de *netting*. El *netting* no es más que una compensación de las obligaciones tal y como se conoce en nuestro ordenamiento civil contractual.

El artículo 1715 del Código Civil establece que la compensación como modo de extinguir las obligaciones es aplicable cuando dos personas son recíprocamente deudoras, siempre que: 1) ambas deudas sean de dinero o de cosas fungibles o indeterminadas de igual género y calidad; 2) ambas deudas sean líquidas, y 3) ambas deudas sean actualmente exigibles.

Estos elementos son aplicables a los swaps, ya que una vez vencido el plazo al cual están sujetas las obligaciones, éstas se hacen exigibles, por lo cual es innecesaria la cláusula del contrato marco en este sentido.

La disminución –más no eliminación– del riesgo de contraparte mediante el *netting* o la compensación se logra porque si una de las partes queda insolvente antes de realizar el pago correspondiente al flujo de caja, el acreedor tiene al menos la posibilidad de descontar la cantidad adeudada a su favor. No obstante, si queda un saldo el cobro del mismo por parte de quien no entró en insolvencia deberá realizarse mediante el procedimiento que prevea el régimen concursal aplicable, aspecto que a todas luces continúa siendo un desincentivo para realizar operaciones de derivados OTC<sup>36</sup>.

De otra parte, ISDA ha diseñado otro mecanismo, conocido como *closed out netting*. Éste se utiliza para liquidar anticipadamente el contrato cuando ha ocurrido un evento de terminación previa del mismo<sup>37</sup>, que en su mayoría hace referencia a un incumplimiento. En efecto, cuando se presenta un evento de terminación previa del contrato, el *closed out netting*, se permite a las partes liquidar y, automáticamente, compensar las obligaciones generando un saldo a favor de uno de los contratantes.

Sin duda, el *closed out netting* es un buen mecanismo para proteger a la parte cumplida, por ejemplo a quien no entró en insolvencia y tenía la expectativa de que su contraparte ahora insolvente cumpliera. No obstante, estas cláusulas generan ciertas inquietudes respecto a su legalidad a la luz de las normas colombianas.

Cuando el evento que dio terminación previa al swap es la liquidación o la aceptación a un proceso concursal de la parte denominada incumplida, la parte cumplida tiene el derecho a terminar unilateralmente el contrato<sup>38</sup>, y los perjuicios ocasionados

36 Exactamente el mismo problema tiene el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, como se explicará más adelante.

37 Sección 5. ISDA Master Agreement.

38 Literal a) Sección 2. ISDA Master Agreement.

–incluyendo el costo de reemplazo del contrato– con la terminación anticipada serán liquidados y compensados, en virtud del *closed out netting*<sup>39</sup>.

Si bien este tipo de cláusulas incentivan el desarrollo del mercado de derivados OTC, se debe señalar que no son compatibles con las disposiciones del régimen de insolvencia, contenidas tanto en la Ley 1116 como en el EOSF. La naturaleza de las normas referentes a la insolvencia es de orden público, por lo que no permitirían un acuerdo en contrario.

El artículo 17 de la Ley 1116 señala los efectos de la presentación de la solicitud de admisión al proceso de reorganización con respecto al deudor. Dicho artículo menciona que

a partir de la fecha de presentación de la solicitud, se prohíbe a los administradores la adopción de reformas estatutarias; la constitución y ejecución de garantías o cauciones que recaigan sobre bienes propios del deudor, incluyendo fiducias mercantiles o encargos fiduciarios que tengan dicha finalidad; efectuar compensaciones, pagos, arreglos, desistimientos, allanamientos, terminaciones unilaterales o de mutuo acuerdo de procesos en curso; conciliaciones o transacciones de ninguna clase de obligaciones a su cargo; ni efectuarse enajenaciones de bienes u operaciones que no correspondan al giro ordinario de los negocios del deudor o que se lleven a cabo sin sujeción a las limitaciones estatutarias aplicables, incluyendo las fiducias mercantiles y los encargos fiduciarios que tengan esa finalidad o encomienden o faculen al fiduciario en tal sentido; salvo que exista autorización previa, expresa y precisa del juez del concurso (...).

Adicionalmente, el párrafo 1 de dicho artículo dispone que

cualquier acto celebrado en contravención a lo dispuesto en el presente artículo dará lugar a la remoción de los administradores, quienes serán solidariamente responsables de los daños y perjuicios causados a la sociedad, a los socios y acreedores. Así mismo, se podrá imponer multas sucesivas hasta de doscientos (200) salarios mínimos mensuales legales vigentes al acreedor, al deudor y a sus administradores, según el caso, hasta tanto sea reversada la operación respectiva; así como a la postergación del pago de sus acreencias.

Y el párrafo 2 prevé que “a partir de la admisión al proceso de insolvencia, de realizarse cualquiera de los actos a que hace referencia el presente artículo sin la respectiva autorización, será ineficaz de pleno derecho, sin perjuicio de las sanciones a los administradores ya señaladas”.

39 Literal c) Sección 2. ISDA Master Agreement.

Por lo tanto, en un proceso de insolvencia ¿reconocería la Superintendencia de Sociedades la validez de la cláusula establecida en el contrato marco para compensar y liquidar anticipadamente la operación? Es probable que la respuesta sea negativa, precisamente por el carácter de orden público e imperativo que tienen las normas sobre derecho concursal, tales como la ley en mención.

Lo anterior es indicativo de la necesidad de que en la Ley 1116 de 2006 y en el EOSF se establezca de manera expresa que las cláusulas de los contratos marco, basados en la documentación de ISDA, sean válidas y eficaces, siempre que no empeoren la situación de la empresa que entra en un proceso concursal o de insolvencia. Esto con el fin de que el mercado de derivados financieros se desarrolle en Colombia y se incentive el uso de este tipo de documentación en los contratos. De lo contrario, podría pensarse que jurisdicciones como la colombiana amenazan la estructura y el efectivo cumplimiento de los contratos derivados negociados en el mercado OTC.

### 1.3.3. NUEVOS AVANCES

El 15 de julio de 2009 entró en vigencia la Ley 1328 de 2009<sup>40</sup>, conocida como Ley de Reforma Financiera. En el artículo 74 de esta ley se estableció un régimen para la compensación de operaciones sobre derivados en el mercado mostrador. Este artículo se construyó en un intento por parte del legislador<sup>41</sup> para incentivar a los agentes a participar en el OTC.

No obstante, como se verá más adelante, este artículo de la reforma financiera es, en alguna medida, inseguro jurídicamente. Además, si el artículo es analizado bajo la perspectiva del análisis económico del derecho, los incentivos que buscaba la iniciativa se quedan cortos en los casos de insolvencia y se producen algunos efectos que conllevan a utilizar los derivados financieros como vehículos para quedar exceptuados del régimen de insolvencia y los procedimientos concursales.

40 La ley de la reforma financiera rige a partir de su promulgación con excepción de las reglas especiales de vigencia en ella contempladas y de los siguientes artículos: 1° a 22, los cuales regirán a partir del 1o de julio de 2010; 35, el cual regirá tres (3) meses después de la promulgación de la presente ley, y 61 a 66, los cuales regirán cuatro (4) años después de la promulgación de la presente ley. Adicionalmente deroga todas las disposiciones que le sean contrarias, en especial el literal c) del artículo 72 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero; los numerales 4.1, 4.2, 4.3, 4.4 y 5 del artículo 98 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, cuya derogatoria operará a partir del 1 de julio de 2010; el numeral 1 del artículo 120 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero; los numerales 2 y 3 del artículo 124 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero; el numeral 1 del artículo 148 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero; el literal d) del artículo 177 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero; el artículo 188 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, cuya derogatoria operará cuatro (4) años después de la promulgación de la presente ley; los artículos 12 y 100 de la Ley 510 de 1999; el parágrafo del artículo 53 de la Ley 31 de 1992 y el numeral 3 del artículo 1230 del Código de Comercio.

41 Es necesario precisar que este artículo de la reforma no suscitó mucho debate durante el trámite de la reforma en el Congreso. El tema fue debatido realmente en el Ministerio de Hacienda y en la Superintendencia Financiera.

## 2. LA REFORMA FINANCIERA

### 2.1. LOS CAMBIOS

El artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 es la primera disposición que expresamente menciona algo referente a compensación y liquidación de operaciones sobre derivados no estandarizados. Tal vez el motivo que impulsó al legislador a pronunciarse sobre este tema radicaba en hacer un poco más compatible la regulación financiera colombiana frente a los contratos marco utilizados en el mundo.

En las primeras etapas de la reforma el ahora artículo 74 era el artículo 71, y su redacción era diferente. Este antiguo, por así decirlo, artículo 71, establecía que

En caso de un proceso de insolvencia o concursal de cualquiera de las partes en una o más operaciones con derivados cerradas por los residentes en Colombia en el mercado mostrador o en un sistema de negociación, y si el acuerdo entre ellas o el reglamento del sistema así lo prevé, se procederán a liquidar anticipadamente todas las operaciones con derivados celebradas entre ellas y a compensarlas de tal forma que solamente quedará vigente entre ellas el saldo neto de las operaciones vencidas. Esta compensación se realizará en la forma prevista por las partes en el respectivo contrato o en el reglamento<sup>42</sup>.

Este proyecto de artículo fue modificado posteriormente en el curso de los debates y finalmente fue construido el artículo 74 de la ley ahora vigente, el cual se encuentra ubicado en el Título IX de la Ley, sobre “otras disposiciones”, y establece que

cuando ocurra un proceso de insolvencia o de naturaleza concursal, una toma de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas respecto de cualquiera de las contrapartes (...) en operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se realicen o negocien en el mercado mostrador y se registren de conformidad con las reglas que establezca el Gobierno Nacional, siempre y cuando al menos una de las contrapartes sea una entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia o un agente del exterior autorizado según la regulación cambiaria vigente, se podrán terminar anticipadamente y compensar y liquidar las obligaciones recíprocas derivadas de las operaciones y posiciones mencionadas, de tal forma que solamente quedará vigente el monto correspondiente al saldo neto de las mismas. (...)

Cuando exista un saldo neto a favor de la contraparte que no incurrió en ninguno de los procesos de que trata el presente artículo, esta podrá reclamarlo de conformidad con las disposiciones pertinentes del proceso respectivo. (...)

42 Artículo 71 del Proyecto de Ley 282 de 2008 Cámara, 286 de 2008 Senado. Texto aprobado en primer debate por las comisiones terceras constitucionales permanentes de la Cámara de Representantes y el Senado de la República, en sesiones conjuntas de los días 17 y 18 de junio de 2008.

Pues bien, los cambios que pretende instaurar el artículo en cita consisten en:

1. Permitir la terminación anticipada de la operación.
2. Compensar y liquidar las obligaciones recíprocas derivadas de las operaciones celebradas, quedando vigente únicamente el saldo neto de las mismas, siempre que al menos una de las contrapartes sea una entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia o un agente exterior autorizado.
3. Reclamar el saldo neto que tenga a su favor la contraparte cumplida –la que no entró en insolvencia– luego de la compensación, dentro del proceso de insolvencia respetivo. Esto aplicaría salvo que se hayan constituido garantías<sup>43</sup>.

No se puede desconocer que el artículo 74 de la Ley de Reforma Financiera es un avance en materia de regulación de derivados OTC, toda vez que reconoce la compensación y liquidación anticipadas en casos de insolvencia (claro, con las limitaciones ya anotadas).

Sin embargo, tampoco puede decirse que el artículo sea el remedio para el riesgo de contraparte inherente en este tipo de derivados, pues el cobro del saldo que resulte del neteo o *netting* de las obligaciones recíprocas de las partes, debe tratar de sobrevivir al proceso de insolvencia que haya que adelantarse. De esto sólo se exime quien ha constituido garantías que pueda hacer efectivas hasta por el monto del saldo que quedó a su favor.

Sólo con la constitución de garantías para el cobro de dicho saldo producto del neteo, se puede decir que desaparece el riesgo de contraparte y podrá el acreedor escabullirse del proceso de insolvencia.

Haciendo un análisis a primera vista del artículo, se observa que habría cambios en la regulación. Efectivamente, habría un reconocimiento de la creciente importancia del mercado de derivados OTC y la necesidad de incentivar a los agentes a participar en él.

---

43 Establece el mismo artículo 74: “En el caso en que dicha contraparte tenga garantías constituidas en dinero o valores en su poder, otorgadas con relación a las operaciones en cuestión, podrá hacerlas efectivas sin intervención judicial hasta por el monto del saldo a su favor, al precio de mercado vigente en el caso de los valores, en los términos que determine el Gobierno Nacional. Si dichas garantías están constituidas en bienes diferentes a dinero o valores, se podrán hacer efectivas sin intervención judicial, a un valor razonable de mercado, según el procedimiento que establezca el Gobierno Nacional. Las garantías que amparen el saldo neto de la obligación no podrán ser objeto de reivindicación, revocatoria, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se pague dicho saldo”.

## 2.2. ANÁLISIS JURÍDICO DEL ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009

Cuando se habla de régimen de insolvencia se hace referencia a un conjunto de normas de orden público, connotación que deja ver la importancia que para el legislador tiene este tema, además de la estabilidad y conservación de las empresas. El régimen de insolvencia colombiano contenido en la Ley 1116 de 2006 tiene una doble finalidad: a) la protección del crédito, y b) la conservación de la empresa como unidad de explotación económica y fuente generadora de empleo<sup>44</sup>.

Ahora, si sumamos a esto la actividad financiera y bursátil, las cuales han sido definidas por el constituyente como actividades de interés público<sup>45</sup>, tenemos que el régimen de insolvencia en Colombia es de especial relevancia, más aún si se trata de una entidad financiera.

No obstante lo anterior, el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 prevé, como se ha explicado, la compensación y liquidación anticipada, e incluso la ejecución de garantías en los contratos de derivados OTC cuando alguna de las partes se encuentra en insolvencia y cualquiera, ya sea la parte cumplida o la insolvente, es una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

El primer problema que enfrenta la norma contenida en el artículo 74 es la contradicción con el artículo 17, ya antes mencionado, de la Ley 1116 de 2006 y del principio de igualdad de los acreedores que debe regir todo proceso de insolvencia. En efecto, el artículo 74 referenciado implica una compensación de obligaciones y ejecución de garantías a favor de acreedores específicos, después de haberse iniciado el proceso de insolvencia<sup>46</sup>.

Sin embargo el artículo, para sorpresa de muchos<sup>47</sup>, no ha sido demandado por inconstitucionalidad y se encuentra vigente. Tampoco, según Ustáriz, en relación con la reforma financiera, se ha presentado la aplicación de esta disposición en un proceso de insolvencia, por lo cual la Superintendencia de Sociedades no ha hecho un pronunciamiento formal al respecto.

Para evitar cualquier riesgo legal en este sentido, lo más conveniente sería que mediante una ley especial se modifiquen el EOSF y la Ley 1116 de 2006, en lo refe-

44 H, Ruiz López, *Reestructuración Empresarial e Insolvencia en Colombia*, 4, (Superintendencia de Sociedades, Ponencia Banco Mundial, Washington D.C., 15 de julio de 2009).

45 Artículo 335 de la Constitución Política de Colombia.

46 La misma opinión comparte Luis Humberto Ustáriz, quien realizó una breve exposición del tema en el foro sobre reforma financiera ofrecido por la Universidad Javeriana en el presente año.

47 La expresión no hace referencia a que se crea que el artículo es abiertamente inconstitucional, sino a que en Colombia, interponer acciones por inconstitucionalidad es un deporte para algunos ciudadanos (vale la pena recordar que se han demandado estrofas del Himno Nacional).

rente. Lo anterior por cuanto las disposiciones sobre el régimen de insolvencia son excepcionales, imperativas, sustanciales y procesales<sup>48</sup>.

Es necesario anotar que el derecho concursal está caracterizado por su especial naturaleza, pues es concebido como una disciplina regida por normas autónomas de aplicación preferente. Sobre el particular, la doctrina sostiene que

(...) las disposiciones generales de derecho privado, deben, en múltiples ocasiones, ceder a las normas de orden público que gobiernan los trámites del concordato y la liquidación obligatoria. Estas máximas surgen de la consideración según la cual, las circunstancias extraordinarias de insolvencia del empresario deudor, impiden la aplicación de las disposiciones que orientan los procesos de ejecución coactiva de las obligaciones mediante procesos judiciales separados<sup>49</sup>.

El problema también podría solucionarse si la Corte Constitucional decidiera, en un estudio de constitucionalidad de la norma, que la excepción establecida en el artículo 74 de la reforma financiera no vulnera el principio de igualdad de los acreedores.

Sobre el particular, la Superintendencia de Sociedades aún no se ha pronunciado, toda vez que hasta ahora no hay ningún caso de entidades incursas en procesos de insolvencia que hayan realizado operaciones sobre derivados financieros en el mercado mostrador.

### 3. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009

#### 3.1. LA TEORÍA ECONÓMICA DEL CONTRATO

Según la teoría del análisis económico del derecho (AED), las disposiciones legales que regulan los contratos tienen como función principal proporcionar un conjunto

48 Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-042567 febrero 20 de 2009. “a) Es excepcional porque se aplica sólo en situaciones de insolvencia judicialmente declarada; o sea, cuando hay proceso concursal abierto. Por ser excepcional, cuando se aplica esta legislación sus reglas prevalecen sobre las del derecho común.

b) Es, en gran medida, imperativa porque la mayoría de las reglas concursales no puede ser dejada sin efecto, y prevalece sobre cualquier acuerdo en contrario de los particulares.

c) Es sustancial, ya que muchas normas de la legislación concursal atienden a los derechos de fondo de los sujetos involucrados, modificando, en mayor o menor medida, las prescripciones del derecho común (civil, comercial, laboral, etcétera).

d) Es procesal, pues la legislación concursal organiza y regula los procedimientos judiciales, en el caso colombiano, los de reorganización empresarial o liquidación obligatoria, los cuales tienen características especiales a las que seguidamente nos referiremos”.

49 F. Reyes Villamizar, *Reforma al Régimen de Sociedades y Concursos*, 355, (Temis S.A., 1999).

de reglas y mecanismos que garanticen el cumplimiento de las mismas<sup>50</sup>. Es esta la finalidad económica de un contrato: que lo pactado por las partes se cumpla.

Así, se asegura que los individuos realizan sus deseos en lo concerniente al contrato, garantizando el cumplimiento de lo acordado, permitiendo así que el tráfico de bienes y servicios tenga lugar y que éstos fluyan de las manos de quienes menos los valoren a las de quienes más lo valoren<sup>51</sup>.

En términos de eficiencia de Pareto, el cumplimiento forzoso de un contrato mejora la situación de dos personas, medidas por sus propios deseos, sin empeorar la situación de nadie. Por lo tanto, la eficiencia económica requiere el cumplimiento de un contrato si las partes deseaban ese cumplimiento. Por ello es que se exige el cumplimiento forzoso de los contratos. La exigibilidad del contrato permite el intercambio y la cooperación entre los individuos<sup>52</sup>, a diferencia de, por ejemplo, las obligaciones naturales, en las que ninguna de las partes se ve llamada a cumplir.

Entonces, una primera finalidad que persigue el derecho contractual es lograr que los individuos cooperen convirtiendo juegos de solución no cooperativa en juegos de solución cooperativa. Esto, trasladado al ámbito del mercado de valores, se puede explicar mediante el uso de la teoría de juegos usada comúnmente por economistas. El juego que desarrolla ésta idea es denominado el *juego de agencia*, que surge a menudo en la actividad comercial.

En el juego de agencia el jugador decide si pondrá o no un activo valioso bajo el control del segundo jugador. Trabajemos sobre el supuesto que el primer jugador es un inversionista y el segundo jugador es un comisionista de bolsa. Si el primer jugador pone el activo bajo el control del segundo jugador, éste decidirá si coopera, haciendo de éste modo un juego productivo, o si se apropia del activo. Las partes se dividen el producto de la cooperación de modo que ambas se benefician y, como anotan los autores Cooter y Ulen, “la apropiación es redistributiva y la redistribución beneficia al segundo jugador a expensas del primero”. Así las cosas, en la Tabla N° 3 se observa un juego de agencia.

---

50 R. Cooter y T. Ulen, *Derecho y Economía*, 228, (Derecho y Economía, Fondo de Cultura Económica, México, 1997).

51 P. Santos, *Sistema jurídico y economía: una introducción al análisis económico del derecho*, (Tecnos, 1989).

52 R. Cooter y T. Ulen, *Op.cit.*, 237.

**Tabla N° 3****Juego de solución no cooperativa**

		<i>Segundo jugador</i>	
		Cooperar	Apropiarse
<i>Primer jugador</i>	Invertir	0.5 ; 0.5	1.0 ; -1.0
	No invertir	0 ; 0	0 ; 0

Fuente: elaboración propia.

La solución en este juego sería no invertir (ver Tabla N° 3). La teoría económica denota que los jugadores de la Tabla N° 3 no se ven incentivados a celebrar un contrato debido a que éste no se cumplirá, lo que puede tener como causa la ley o la corrupción de los tribunales. Por ello, para incentivar la inversión en el mercado de valores hay que diseñar normas que tengan en cuenta los posibles resultados en un juego de agencia y que conlleven al aumento de la confianza de los inversionistas para que se llegue a soluciones cooperativas de dichos juegos, y es esto que se anota uno de los objetivos del AED de los contratos, el cual es permitir que los individuos cooperen convirtiendo los juegos de soluciones no cooperativas en juegos de soluciones cooperativas<sup>53</sup> (ver Tabla N° 4).

**Tabla N° 4****Juego de solución cooperativa**

		<i>Segundo jugador</i>	
		Cooperar	Apropiarse
<i>Primer jugador</i>	Invertir	0.5 ; 0.5	-0.5 ; -0.5
	No invertir	0 ; 0	0 ; 0

Fuente: elaboración propia.

¿Por qué las ganancias en este juego de agencia cambian? En algunos casos la razón se encuentra en que en estos casos existen normas que llevan a la compensación o indemnización cuando se incumple un contrato. Las normas deben incentivar la confianza y por lo tanto las soluciones cooperativas a los juegos de agencia.

Ese cumplimiento forzoso induce al desempeño óptimo y la confianza con costos de transacción bajos. El desempeño y la confianza óptimos maximizan el valor esperado de la cooperación para ambas partes<sup>54</sup>.

53 R, Cooter y T, Ulen, Op.cit, 241.

54 R, Cooter y T, Ulen, Op.cit, 290.

Ahora bien, entre mayor sea el precio del incumplimiento, más fuerte será el compromiso de cumplir el contrato. La segunda finalidad del derecho contractual es obtener el compromiso óptimo de cumplir. En este entendido, cuando un contratista decide incumplir un contrato es porque el costo del cumplimiento es mayor que la responsabilidad a que se le condena por el incumplimiento, y viceversa<sup>55</sup>.

### 3.2. ANÁLISIS NORMATIVO Y POSITIVO DE LA NORMA

La posibilidad que tienen las partes de hacer a la medida de sus necesidades el contrato de derivado no estandarizado ha permitido la creación de productos de una complejidad bastante variada, por lo que el riesgo legal que va implícito en este tipo de instrumentos es alto, incluso mayor que en los demás contratos atípicos, no sólo por la falta de conocimiento de los jueces acerca de las operaciones del mercado de valores, sino, además, por la complejidad del acuerdo.

El cumplimiento de las obligaciones en los derivados tiene especial relevancia, ya que en ellos se busca la transferencia de riesgos de mercado y crediticios, y por ello no tendría sentido entrar en uno de estos contratos adquiriendo riesgos de contraparte. En este orden de ideas, resalta la necesidad de que las partes contratantes sean de reconocida solvencia y liquidez y que, además, se provea al contrato de diversos mecanismos jurídicos que puedan garantizar el cumplimiento de las obligaciones que de estos contratos nacen.

Para realizar el respetivo análisis del artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, es necesario partir de una situación: una de las partes entra en proceso de insolvencia. Sea lo primero mencionar que dicho artículo incentiva a los agentes del mercado a operar con contrapartes que sean entidades financieras, ya que por ese hecho el artículo es aplicable, y en caso de insolvencia de cualquiera de los contratantes se compensaría y liquidaría anticipadamente la operación, quedando vigente el saldo neto resultante a favor de la parte que no entró en insolvencia, para cobrarlo dentro del proceso concursal o ejecutando las garantías, en caso de que existieran éstas.

Esto tiene varios problemas. De una parte, no desarrolla el mercado OTC como se esperaría, y de otra parte, al aplicar el artículo 74 a un caso en el que no se hayan constituido garantías, las partes no quedarán satisfechas con la sola compensación y liquidación anticipada del contrato.

Lo primero, por cuanto los agentes del mercado que no son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera evitarían realizar operaciones sobre derivados finan-

---

55 No obstante, se debe tener presente que el cumplimiento de un contrato “beneficia” y/o “perjudica” a las dos partes. La eficiencia requiere que el contrato se cumpla cuando los costos de una parte sean menores que los beneficios de la otra.

cieros con agentes que no sean una entidad vigilada, lo que no ayuda al desarrollo del mercado de derivados OTC y a la participación en éste, del público inversionista<sup>56</sup>. Lo segundo, por cuanto si no hay garantías constituidas, el saldo neto que quede vigente a favor de la parte que no entró en insolvencia deberá ser cobrado dentro del proceso de insolvencia, junto con las demás acreencias, lo cual tiene bastantes desventajas dada la prelación de créditos que hay que respetar en estos procedimientos. Así, ese cumplimiento forzoso, tal como está contemplado en la norma, definitivamente no induce al desempeño óptimo; tampoco a la confianza con costos de transacción bajos, pues al realizar un contrato de estos se debe incurrir en costos de vigilancia y monitoreo que permitan conocer a la contraparte y de alguna forma asegurar que no vaya a entrar a un proceso de insolvencia.

No se entiende cuál fue la racionalidad del legislador para haber dejado el saldo neto dentro del proceso de insolvencia, en vez de exceptuar por completo de dicho régimen las operaciones sobre derivados realizadas en el mercado mostrador. Si el motivo era no entrar en contradicción con el principio de igualdad de los acreedores, como se dijo, el artículo así como se encuentra redactado podría entrar en conflicto con dicho principio.

Una posible solución consistiría en que todos los agentes acudieran a la CRCC para compensar y liquidar la operación en su totalidad. No obstante, esto implica para las partes un costo adicional, a cambio de que opere la novación y se elimine completamente el riesgo de contraparte. Por esto tal vez no todos los agentes estarían dispuestos a acudir a dicha Cámara.

Siendo el cumplimiento un tema tan importante en el mercado de valores, más en las operaciones sobre derivados OTC, ¿es necesario exceptuar las mismas de los procesos de insolvencia en su totalidad, incluido el saldo neto que queda vigente? Ello sin duda incentivaría a los agentes del mercado a acudir con mayor frecuencia a este mercado, pero tal vez podría pensarse que esto va en contra de lo que buscan los procesos de insolvencia: proteger a los acreedores de igual forma y también a las empresas insolventes.

## CONCLUSIONES

- La Ley 1328 de 2009 da los primeros pasos para reconocer la importancia de los derivados no estandarizados, los cuales son realizados en el mercado mostrador, y las implicaciones que trae para este mercado el incumplimiento de los contratos.

---

56 La participación de los clientes inversionistas, por ejemplo, y no sólo inversionistas profesionales.

- Si bien lo que pretende el artículo 74 de dicha ley es asegurar el cumplimiento de estas operaciones cuando una de las partes entra en insolvencia, la disposición no es eficiente a la luz de la teoría del AED, pues el cumplimiento forzoso del contrato no se da sobre toda la operación, ya que el saldo producto del neteo que se realiza después de la compensación anticipada debe ser cobrado por la parte que no entró en insolvencia, dentro del proceso respectivo, junto con todos los acreedores de su contraparte insolvente.
- El artículo 74 de la ley de reforma financiera, jurídicamente podría ir en contraposición del principio de igualdad de los acreedores, el cual rige todos los procesos de insolvencia.
- El artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 no incentiva la celebración de contratos sobre derivados OTC entre contrapartes que no sean entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, pues sólo si una de las partes ostenta esta calidad, es aplicable dicho artículo. De lo contrario, en caso de insolvencia de cualquiera de los contratantes, deberá cumplirse la totalidad de la operación dentro del procedimiento de insolvencia respectivo.

## BIBLIOGRAFÍA

### DOCTRINA

- A, Arvanitis y J, Gregory, *Credit: The complete guide to pricing, Hedging and risk management*, (Londres, Risk Books, 2001)
- A, Bonilla, *Presentación funcional de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte*, (2009).
- A, Katz, *The Strategic Structure of Offer and Acceptance: Game Theory and the Law of Contract Formation*, Vol. 89, Michigan Law Review, (1990).
- A, Kimber, *Credit Risk. To transaction to portfolio management*, (Securities Institute, Oxford, 1988).
- A, Vidal Pavel, *La dualidad monetaria y la política cambiaria*, Revista Cuba Siglo XXI, [<http://www.nodo50.org/cubasingloXXI>].
- A.A, Cappon, *Clearing for the OTC Market*, En: The CBM Group, Inc. (1998).
- Allen & Overy, *An Introduction to the documentaion of OTC Derivatives*, (2002).
- Argentina Clearing, *Administración de Riesgos*, (2009).
- Argentina Clearing, *Reglamento interno vigente*, 2009.
- ASOBANCARIA, *El mercado de derivados en Colombia. Una mejor administración del riesgo*, Revista Semana Económica. N° 526, (2005).

- ASOBANCARIA, *Sobre el desarrollo de derivados OTC en Colombia*, Revista Semana Económica. N° 674, (2008).
- B, González-Hermosillo, *The Microstructure of Financial Derivatives Markets: Exchange-Traded versus Over-the-Counter*, (Bank of Canada, 1994).
- Bolsa de Valores de Colombia, *Nuevo sistema transaccional del mercado de derivados*, (2009).
- Bolsa de Valores de Colombia, *Desarrollo del mercado de derivados en Colombia*, (2009).
- C, Fradique Mendez, *Marco legal e innovaciones contractuales en el mercado de derivados OTC*, (Brigard y Urrutia Asociados, 2008)
- Capco y Fia Asia Derivatives Conference, *Clearing and risk management for derivatives markets*, (2005).
- Chicago Mercantile Exchange, CME: Rulebook. Over-the-Counter Derivative Clearing.
- D, Wunder, *OTC Markets: The Chilean Experience*, (Banco Santander Santiago, 2008).
- DECEVAL, *Depósito Centralizado de Valores*, (Informe de Gestión, 2009).
- Each, The European Association Of Central Counterparty Clearing Houses, *Strengthening market integrity and efficiency - The value proposition of central counterparty clearing services for the OTC derivatives markets*, [[www.eachorg.eu/each/](http://www.eachorg.eu/each/). 2009].
- F, Partnoy, *ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?*, University of San Diego - School of Law - Public Law and Legal Theory, (2002).
- F, Reyes Villamizar, *Reforma al Régimen de Sociedades y Concursos*, (Temis S.A, 1.999).
- G.D, Abella Abondano y G, Quiroga Barreto, *Sistemas de Negociación y de Registro de Valores y de Compensación y Liquidación de Valores*, 39 Revista de derecho privado, Vol. XIX. 2008, (Régimen jurídico del mercado de valores colombiano, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV).
- G.J, Schinasi; S, Craig R; B, Drees; C, Kramer, *Modern Banking and OTC derivatives markets. The transformation of global finance and its implications for systemic risk*, (International Monetary Fund, Washington D.C., United States of America, 2000).
- H, Ruiz López, *Reestructuración Empresarial e Insolvencia en Colombia. Superintendencia de Sociedades*, (Ponencia Banco Mundial, Washington D.C., 15 de julio de 2009).
- ISDA, *International Swaps and Derivatives Association, Inc. Clearing Organizations*, (2001).
- ISDA, *ISDA Research Notes: Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency*, (2009).
- ISDA, *Over-the-Counter Derivatives Concept Release*, (1998).

- J, Hull, *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, (Segunda Edición, Prentice Hall, Bogotá, Colombia, 1995).
- J, Nystedt, *Derivative Market Competition: OTC Markets Versus Organized Derivative Exchanges*, IMF. International Monetary Fund - Policy Development and Review Department, (2004).
- J, Vázquez Orgaz, *Acuerdos marco de operaciones financieras: el 'ISDA Master Agreement*, [<http://noticias.juridicas.com/articulos/50-Derecho%20Mercantil/200209-357710810222521.html>. 2002].
- J.A, Gómez Soto, *Derivados de Crédito: Comentarios sobre su viabilidad y propuestas para su desarrollo legal en Colombia*, (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2007).
- J.W, Markham, *A Comparative Analysis of Consolidated and Functional Regulation: Super Regulator: A Comparative Analysis Of Securities And Derivatives Regulation In The United States, The United Kingdom, And Japan*, Brooklyn Journal of International Law, (Brooklyn Law School, 2003).
- K, Ripatti, *Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits*, Bank of Finland - Financial Markets Department, (2004).
- M, Cortés Becerra, *Colombia Régimen Legal de las Garantías y Cauciones*, (Estudio régimen legal colombiano).
- M, Fleury, *OTC Derivatives – The Case of Brazil*, (CETIP, 2008).
- M, Mendoza Álvarez, *Régimen de Contratación de Instrumentos Derivados en Colombia*, (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2004).
- M, Yallop, *The Future of the OTC Markets*, (ICAP White Paper, 2008).
- N, Cavalla, *OTC Markets in Derivative Instruments*, (Macmillan, Londres, 1993).
- N, Linciano; G, Siciliano; G, Trovatore, *The Clearing and Settlement Industry Structure, Competition and Regulatory Issues*, CONSOB, (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni di Finanza, 2005).
- N, Remolina León, *El Mercado de Derivados OTC: Viabilidad para un Sistema de Compensación y Liquidación en Colombia*, (Trabajo de grado, Bogotá, Universidad Javeriana, Facultad de Derecho, 2009).
- P, Latimer, *Regulation of over-the-counter derivatives in Australia*, Australian Journal of Corporate Law, (2009).
- P.H, Rubin, *Why is Common Law Efficient?*, 51 The Journal of Legal Studies, vol. 6., (1987).
- R, Bliss y R.S, Steigerwald, *Derivatives clearing and settlement: A comparison of central counterparties and alternative structures*, (Federal Reserve Bank of Chicago, 2006).

- R, Coase, *The problem of social cost*, The Journal of Law and Economics, (University of Chicago, 1960).
- R, Cooter y T, Ulen, *Derecho y Economía*, (Derecho y Economía, Fondo de Cultura Económica, México, 1997).
- R.A, Posner, *El análisis económico del derecho*, (Fondo de Cultura Económica, México, 1992).
- R.E, Wilches-Durán, *Vacios e Inconsistencias Estructurales del Nuevo Régimen de Insolvencia Empresarial Colombiano. Identificación y Propuestas de Solución*, Revista Universitas, 197-218, (Universidad Javeriana, Facultad de ciencias Jurídicas, N° 117, julio-diciembre de 2008).
- R.S, Kroszner, *Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation*, (Federal Reserve Bank of Chicago, 2006).
- S, Lubben, *Credit Derivatives and the Future of Chapter 11*, The American Bankruptcy Law Journal - National Conference of Bankruptcy Judges, (2007).
- S, Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, (Belknap Harvard, Estados Unidos, 2004).
- T, Jackson, *Risks from Credit Derivatives should be kept in perspective*, The Financial Times, (Londres, Inglaterra, 2006).
- U, Mattei y R, Pardolesi, *Análisis económico del derecho en países de tradición civil: un enfoque comparativo*, Derecho y Economía: una revisión de la literatura, (Fondo de Cultura Económica, México. 2000). Originalmente: "Law and Economics in Civil Law Countries: A Comparative Approach", International Review of Law and Economics, vol. 11, n° 3, 265-275, trad. por Julio González y Rodrigo Domínguez con autorización de Elsevier Science.
- V, Ward, *The relationship with exchange traded derivatives*, (Ch. 7).
- Z, Árvai, *Recent trends and challenges in OTC derivatives in emerging market economies*, (FMI. 2008).

## NORMATIVA

- Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.
- Ley 1116 de 2006. Por la cual se establece el Régimen de Insolvencia Empresarial en la República de Colombia y se dictan otras disposiciones.
- Decreto 663 de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración.
- Resolución Externa N° 6 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República. Por la cual se expiden regulaciones sobre las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, sus operadores y se autorizan operaciones sobre divisas.

Resolución Externa N° 8 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República. Por la cual se expiden regulaciones en materia cambiaria.

Cámara de Riesgo Central de Contraparte. Reglamento.

## **PÁGINAS WEB**

Bank of International Settlements: <http://www.bis.org/>

Bolsa de Valores de Colombia: <http://www.bvc.com.co/>

Chicago Mercantile Exchange: <http://www.cmegroup.com/>

International Swaps and Derivatives Association: <http://www.isda.org/>

Superintendencia de Sociedades: <http://www.supersociedades.gov.co/>

Superintendencia Financiera de Colombia: <http://www.superfinanciera.gov.co/>