

# *Close-out netting* (ISDA) y sus consecuencias sobre el principio de paridad de los acreedores en procesos de insolvencia

Close-out netting (ISDA) and its consequences on the principle of parity of creditors in Insolvency proceedings

Jorge Alberto Ramírez Gómez 

Magíster en derecho financiero  
Docente Universidad Externado de Colombia  
[jorge.ramirez@uexternado.edu.co](mailto:jorge.ramirez@uexternado.edu.co)

## Resumen

El acuerdo marco ISDA y su importante herramienta de mitigación de riesgo, conocida como *Close-out netting*, es un elemento de vital importancia para el mercado de derivados internacional, sin el cual no existiría en su dimensión y volumen actuales. Esta circunstancia implica que los reguladores alrededor del mundo se ven en la necesidad de ajustar su régimen de derecho privado y de insolvencia, para brindar certeza acerca de que este modelo de acuerdo sea ejecutable y válido ante el evento de insolvencia de una de las partes. Estos ajustes regulatorios son las “normas de puerto seguro”. Con todo, la forma y el diseño de estas normas, la mayoría de las veces dirigidas solo a cobijar al mercado financiero, pueden generar serias distorsiones

---

### Cómo citar este artículo:

Ramírez, J. A. (2022). *Close-out netting* (ISDA) y sus consecuencias sobre el principio de paridad de los acreedores en procesos de insolvencia. *Revista de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, 52(136), pp. 155-196. doi: <https://doi.org/10.18566/rfdcp.v52n136.a07>

**Recibido:** 19 de octubre de 2020

**Aprobado:** 31 de mayo de 2021

y diferencias con el régimen de insolvencia general, rompiendo así el tradicional principio de igualdad entre acreedores (*pari passu* o *par conditio creditorum*) que es esencial a este tipo de procesos. Desde el punto de vista normativo, la ruptura de la igualdad entre acreedores en el proceso de insolvencia debe estar justificada por un valor o razón constitucionalmente atendible. El presente texto pretende hacer una lectura crítica de las ideologías o valores que inspiran tradicionalmente estas normas de puerto seguro, para mostrar que la mitigación de riesgo sistémico como razón que las inspira no es un argumento suficiente para justificar la ruptura de la igualdad entre acreedores

## Palabras clave

Close-out netting; netteo; compensación automática; OTC; Acuerdo Marco ISDA; paridad entre acreedores; normas de puerto seguro; mitigación de riesgo sistémico.

## Abstract

The ISDA framework agreement and its important risk mitigation tool, known as close-out netting, is an element of vital importance for the international derivatives market, without which, it would not exist in its current size and volume.

This circumstance implies that regulators around the world find it necessary to adjust their private law and insolvency regime, to provide certainty regarding that this model agreement is achievable and valid in the event of insolvency of one of the parties. These regulatory adjustments are the “safe harbor rules.”

However, the form and design of these rules, most of the time aimed only to shelter the financial market, can generate serious distortions and differences with the general insolvency regime, thus breaking the traditional principle of equality between creditors (*pari passu* or *par conditio creditorum*) which is essential to this type of process.

From the regulatory point of view, the breach of equality between creditors in the insolvency process must be justified by a constitutionally acceptable value or reason.

This text seeks to make a critique about the ideologies or values that traditionally inspire these safe harbor regulations, to show that the mitigation of systemic risk as the reason that inspires them, is not a solid argument to defend the breakdown of equality between creditors.

## Keywords

Close-out netting; netted; automatic clearing; OTC; ISDA Framework Agreement; creditor parity; safe harbor rules; systemic risk mitigation

## Qué es el *Close-out netting* y su importancia en el mercado de derivados

El *Close-out netting* es un mecanismo contractual –un tipo de compensación convencional, si se quiere– que permite ir más allá de los límites de la compensación legal, cuando se le quiere usar como medio de pago y herramienta de manejo de riesgo en escenarios financieros. Se ha usado mayoritariamente como parte del acuerdo marco o maestro de ISDA (el “Acuerdo ISDA”), documentación estándar para operaciones en el mercado de derivados internacional de operaciones “sobre el mostrador” (OTC, por sus siglas en inglés) pero su función no se limita a este Acuerdo ISDA<sup>1</sup>. De ordinario se le utiliza como herramienta para reducir al máximo el nivel de exposición y riesgo de contraparte asociado a estas transacciones ante escenarios de insolvencia. Su influencia es innegable para la dinámica de la economía mundial contemporánea. Tomando prestada la reflexión que hace Paech (2015, p. 2) respecto de este mercado de trillones de dólares, así como el sector inmobiliario global no existiría como lo conocemos sin figuras jurídicas como la hipoteca, el mercado financiero no existiría sin sus acuerdos marco, y entre ellos, sin el importante mecanismo del *Close-out netting*. Hablamos, pues, de uno de los puntos cardinales de la economía moderna.

Para realmente dimensionar la importancia de este mecanismo, debe primero aclararse en qué consiste, qué es lo que explica su existencia y cuál es la función que está llamado a cumplir. Desde este enfoque de aproximación, puramente descriptivo, va a ser abordado el tema propuesto en la primera parte de este texto. Veamos.

### *Close-out netting* y compensación legal

La compensación, tradicionalmente entendida como un medio de pago y cancelación mutua de obligaciones recíprocas entre las partes, según los contornos clásicos que ha heredado del Derecho Romano en la gran mayoría de jurisdicciones del *civil law* (Colin y Capitant, 1924, p. 218), es una figura que si bien se muestra útil para el mercado financiero, en no pocos sentidos es también limitada para lo que demanda su dinámica y los niveles de riesgo puestos en juego con las operaciones que en su día a día se conducen.

---

1 En efecto, se le usa también en operaciones de Repo y préstamo de valores. A diferencia de las transacciones de derivados, los acuerdos Repo se documentan, por lo general (pero no necesariamente), bajo el Acuerdo Marco Global para Recompras (GMRA: Global Master Repurchase Agreement). Este texto se limita al Acuerdo ISDA.

En efecto, la gran mayoría de jurisdicciones napoleónicas y de tradición romano-germánica, siguiendo la comparación de Wood (2008, p. 217), consagran limitaciones a la compensación, exigiendo que únicamente opere ante obligaciones recíprocas (existentes entre las mismas dos personas), dinerarias o fungibles, líquidas y vencidas o exigibles entre las partes, por lo general requiriendo ser alegada en un escenario judicial, a pesar de que opere por el solo efecto de la ley (Pérez Vives, 1957, p. 411). Con ello, por lo menos desde la óptica de la compensación legal, queda por fuera la posibilidad de colapsar créditos de diferente madurez entre las partes, o surgidos de contratos diferentes, o créditos expresados en monedas distintas, como usualmente se requiere en el mercado financiero. Otra limitación, que constituye el punto central de este texto, tiene que ver con el momento en que la compensación puede operar, si antes –y por ello fuera– o después de la apertura del proceso de insolvencia de una de las partes.

Sobre este último punto, la idea tradicional en el derecho privado continental de influencia napoleónica, incluyendo al ordenamiento colombiano, ha sido que la compensación no debe admitirse a favor de un acreedor del deudor que cae en insolvencia. Ello, por cuanto:

[S]e obtiene en detrimento de los demás acreedores del insolvente, los que sufren la ley de la concurrencia, en tanto que el acreedor-deudor escapa a esta ley y dedica la totalidad de su deuda a saldar su propio crédito. La compensación confiere, por lo tanto, al que disfruta de ella el equivalente de un privilegio frente a la masa de acreedores. Por esta razón, veremos como la ley suprime la compensación cuando uno de los interesados cae en estado de quiebra, pues, a partir de la quiebra, debe reinar la más estricta igualdad entre los acreedores. (Colin y Capitaint, 1924, p. 218).

Estas limitaciones de la figura legal de la compensación, de antaño, han venido siendo superadas a través de mecanismos contractuales (Iglesias, 2008, pp.315-316; Perez Vives, 1957, p. 416). Es decir, entre las partes, por vía contractual, se diseña un mecanismo de compensación que permita la aceleración de las deudas pendientes para su posterior cancelación, o alternativamente, liquidando los créditos recíprocos entre las partes y novando la obligación colapsada, quedando un único saldo en favor de la parte que resulte acreedora.

Pues bien, el *Close-out netting*, ontológicamente, no es nada distinto a un mecanismo contractual que permite hacer una compensación automática

de todos los créditos y deudas recíprocas entre las partes de una relación comercial, para efectos de lograr una liquidación anticipada de dicha relación ante un evento de incumplimiento o de insolvencia de una de las partes. Como se dijo, con ella se va más allá del límite de la compensación legal, para permitir que obligaciones provenientes de diferentes contratos abiertos entre las partes, así no estén vencidos los plazos, se aceleren, se colapsen, y una vez calculado el balance entre todos los derechos y obligaciones que componen la relación comercial entre ellas, se reduzca ésta a ese único saldo pagadero a favor de la parte que corresponda, operando así una novación por efecto del acuerdo entre las partes que genera esa única obligación por el saldo.

Este es un mecanismo que está llamado a operar no solo en presencia de obligaciones recíprocas, fungibles, vencidas y líquidas provenientes de un mismo contrato, sino respecto de todo tipo de obligaciones y derechos surgidos de los diferentes contratos abiertos entre las partes, es decir, de contratos que todavía están pendientes de ejecución y que en general comprenden el total de operaciones celebradas entre ellas. En concreto, el *Close-out netting* requiere de tres pasos, los cuales operan de forma automática ante un evento de incumplimiento o ante la insolvencia de una de las partes (Wood, 2008, p. 218):

- i. La terminación anticipada de todos los contratos abiertos entre las partes, lo cual supone la aceleración de todos los plazos de las deudas que surjan de estos y su terminación contractual anticipada, de forma automática, y sin ninguna necesidad de supervisión o aprobación judicial.
- ii. El cruce de cuentas o balance de cada uno de los contratos individualmente considerados, sus valores negativos y positivos, y luego, de toda la relación, para obtener un saldo de cuánto debe cada parte y cuánto le corresponde.
- iii. La compensación y liquidación anticipada del balance, de tal suerte que la relación entre las partes queda reducida a esa única deuda, cuyo plazo también se acelera.

Este mecanismo de *netting* o liquidación anticipada, a diferencia de las compensaciones legales, no requiere de declaración judicial para ser efectivo, puede alegarse por fuera del proceso de insolvencia y ante su apertura, puede estar referido al más variado tipo de obligaciones entre las partes y se refiere a la totalidad de la relación entre ellas, es decir, a contratos abiertos y que están pendientes de ejecución los cuales se cancelan y liquidan en bloque.

El propósito de un acuerdo de este tipo se aclara con un ejemplo. Si “A” le debe 150 a “B”, y “B” le debe a su vez 150 a “A”, al permitirse que, más allá de los

límites legales de la compensación, ocurrido el incumplimiento o la insolvencia de “B”, así una de las deudas no esté vencida o no sea líquida todavía, opere la compensación de manera inmediata, y la relación se liquide anticipadamente, el riesgo de contraparte con el que corre “A” es igual a 0. Por el contrario, si la compensación solo puede operar dentro del proceso de insolvencia esta se congela, de manera que “A” estará obligado a pagar los 150 a “B”, y de manera contraria, dadas las características de un proceso de insolvencia, lo más probable sea que solo reciba como pago un porcentaje del monto de su acreencia por parte del insolvente, y en el peor de los casos, que no obtenga nada. En efecto, el riesgo de contraparte proveniente de la relación comercial se reduce o se incrementa, dramáticamente, dependiendo de si se permite o no que opere la compensación o liquidación anticipada de deudas. (Wood, 2008).

Esto es especialmente relevante solo en escenarios de insolvencia. En efecto, al comenzar el proceso de insolvencia, en la gran mayoría de regímenes del mundo, el administrador o síndico estará autorizado para escoger cuáles contratos abiertos mantiene, para efectos de la recuperación de la compañía, y cuáles de ellos repudia. Esto es conocido como *cherry picking* (Wood, 2008, p. 219). Si ello se aplica a la totalidad de operaciones entre dos partes, bien puede pasar que el administrador de insolvencia repudie todos los contratos en los que el insolvente tiene un balance negativo, pero exija el cumplimiento de todos aquellos en los que el balance le resulta positivo, con un crédito a favor. Bien podría pasar que, volviendo al ejemplo propuesto, “A” sea obligado a pagar los 150, por entero, pero deba ubicarse “en la fila” con los demás acreedores quirografarios dentro del proceso de insolvencia de B, para obtener únicamente un pago parcial de sus 150. Se insiste, con el *Close-out netting*, si este aplica de manera óptima, “A” puede confiar en que la relación solo será por el saldo, una única suma pagadera entre las partes que será lo único que se vea sujeto a insolvencia. Por eso el riesgo de insolvencia y de contraparte son reducidos en enorme proporción. Como se verá más adelante, lo importante en términos jurídicos es si el administrador de la insolvencia tiene o no que respetar la cláusula de *Close-out netting* y si el efecto deseado se logra.

### El efecto macroeconómico del *Close-out netting*

Precisamente por ese dramático efecto que puede tener sobre la reducción del riesgo de contraparte, el *Close-out netting* es de vital importancia para el mercado de derivados, y en general para el mercado financiero y la economía mundial. Los *swaps*, los futuros y los contratos de *forward*, especialmente en su

función de mitigación de riesgo<sup>2</sup>, tienen una importancia y un volumen enorme dentro de la dinámica del mercado financiero internacional. En efecto, de una rápida mirada al mercado de derivados, solo para dimensionar su alcance, sería importante destacar los siguientes puntos:

- Existen analistas que han llegado a estimar el tamaño del mercado de derivados en 1.5 trillones de dólares, es decir, más de 10 veces el PIB global. Es un mercado gigantesco. (Stankovska, 2017, p. 85).
- Cifras más precisas arrojan que para junio de 2016 la cantidad nominal de contratos de derivados abiertos ascendía a un valor de 544 trillones de dólares. Esta cifra, ajustada con las posibles pérdidas de cada una de las posiciones abiertas (el valor bruto de mercado) se reduce a 20.7 trillones. (ISDA, 2017).
- Si la totalidad de contratos abiertos se somete al efecto del *Close-out netting*, la reducción de la exposición a riesgo de pérdida, solo para efectos contables, es de alrededor del 80%. En efecto, para junio de 2016, la cifra total del mercado de derivados por el efecto del *netting* se reduce a 3.7 trillones de dólares. En conclusión, por efecto del *Close-out netting*, la cifra nominal total queda reducida a casi el 1%. (Paech, 2015, p.17).

Para entender lo anterior, y sin ánimo de ser exhaustivo, debe tenerse presente que las entidades financieras celebran diariamente miles de contratos de derivados entre ellas, y que todos, sea que cumplan una función de mitigación de riesgo o de especulación, se refieren a una fecha futura en la que la operación arrojará un saldo a favor de una de las partes. Cada uno de estos contratos tiene un valor nominal (*face value*) que va a diferir del valor real del contrato una vez el mismo se liquide con arreglo a la fluctuación de un activo o variable de referencia. Con todo, dado que hasta la fecha en la que la operación se liquide no existe certeza de cuál de las partes resultará acreedora del saldo, cada una debe llevar la contabilidad de la operación, día a día, como un activo o pasivo eventual por el total, por el valor nominal.

Para liquidar el total de la relación, se suma cuánto es el saldo en cada contrato, y la totalidad de los saldos cruzados darán una suma única pagadera

---

2 En términos muy generales, los derivados pueden entenderse como instrumentos financieros que pueden ser utilizados para el recaudo de fondos, para el manejo de riesgo o para obtener ganancias a partir de la especulación en el mercado financiero. En este tipo de contratos las obligaciones de las partes siempre van a ser determinables por un valor de referencia que varía con el tiempo, y que deberá ser fijado en una fecha de cierre. Para un panorama general de los aspectos jurídicos de los derivados OTC ver Arias Barrera, L.C. (2018).

entre las partes, a pesar de que algunos de esos contratos no hayan llegado a su fecha de madurez y otros sí. La relación nunca tendrá una liquidación total, porque día a día se celebran nuevos contratos de derivados entre las partes y se liquidan otros, y ello hace parte de la dinámica de la relación, pero la verdadera pregunta, o el riesgo latente es, ¿qué pasa si una de esas partes entra en insolvencia? Sin el efecto del *Close-out netting*, nada impide que el administrador de la insolvencia exija que todos aquellos derivados en los que el saldo resulte positivo para el insolvente se cumplan, y que todos los otros en los que el insolvente resulte deudor, entren a engrosar la lista de créditos dentro del proceso de insolvencia. Considerando el volumen y significación económica de este tipo de relaciones de derivados entre las entidades financieras, esto sería catastrófico para la parte que debe soportar la insolvencia, tanto que el efecto de ésta se contagiaría, con una alta probabilidad, de una entidad financiera a otra. Esto en términos de riesgo sistémico, por el nivel de interconexión que existe entre los actores del mercado financiero, es una circunstancia que seguramente llevará a escenarios de crisis, es decir, lo que se conoce como efecto dominó.

El *Close-out netting* no solo reduce el riesgo de contagio en tiempos de insolvencia, sino que también libera capital regulatorio haciendo que sea menos costoso operar, pudiendo expandir el volumen de negocios y aumentando la liquidez. Hablamos de relaciones comerciales valuadas en miles de millones de dólares, cada una compuesta de miles de contratos de derivados con fechas de madurez, valor, moneda y vencimiento diferentes, pero que en globo constituyen una cifra única, cifra que pesa en la contabilidad de cada una de ellas como un valor alto de exposición a riesgo.

Dado que el estándar internacional de regulación exige que el nivel de exposición a riesgo de una entidad financiera deba estar respaldado con un porcentaje fijo de capital accionario (el más costoso tipo de capital), entre mayor sea el nivel de exposición a riesgo, mayor será el valor que una entidad deba tener fijo como capital propio de respaldo, lo cual genera un límite al volumen de negocios de la entidad quien no querrá arriesgar su propio capital de manera irrazonable, o tendrá que aumentarlo para expandir el volumen de negocios.

En términos sencillos, el capital regulatorio le dice a la entidad financiera: a mayor nivel de riesgo asumido, mayor debe ser la inyección de capital de los accionistas, lo cual impone un límite por efecto de lo que la entidad financiera tenga registrado como dicho capital, y porque si decide ampliarlo ello resulta más costoso, en términos comparativos, que el recaudo de fondos a través de depósitos u otros instrumentos de deuda que no supongan derechos políticos,



ni dividendos (Fuller, 2012, p. 15). Es decir, se busca reducir el nivel de riesgo que cada entidad financiera asume, y por ello su nivel de activos (operaciones activas de crédito y colocación de capital), entre los cuales ha de contarse todo el portafolio de derivados: entre mayor sea el portafolio, mayor debe ser la inyección de capital accionario, y menor la cantidad de ese capital que estará respaldando otros productos, por ejemplo, créditos sindicados, comerciales o hipotecarios.

Pues bien, resulta que por efecto del *Close-out netting*, al reducirse el riesgo de contraparte individual de cada una de las operaciones de derivados al saldo que resulte de la liquidación anticipada, el globo de la relación entre las partes se reduce al saldo de todos los contratos abiertos, todo lo cual permite registrarlas, para efectos del cómputo de la exposición a riesgo que debe ser respaldada con capital regulatorio, solo por ese saldo. Esto tiene un efecto enorme sobre el nivel de exposición al riesgo, y por ello, sobre el costo de mantener activas dichas operaciones. Este efecto de reducción ha sido estimado en un 80%, lo que le permite a la entidad solo registrar una exposición de 20% al riesgo. Sin el *Close-out netting*, el valor a respaldar sería del 100%. Es claro que ese 80% puede ser utilizado para respaldar otro tipo de operaciones, permitiendo operar en mayor volumen con el mismo porcentaje de capital regulatorio. (Paech, 2015, p. 17).

Cuando un contrato de derivados es celebrado a través de una bolsa de valores, este efecto de liquidación anticipada se logra producto de la liquidación diaria de operaciones con una casa o cámara central de compensación o de riesgo central de contraparte (*clearing systems*). Este es un mecanismo con arreglo al cual una entidad central concentra todo el riesgo de las operaciones celebradas en una bolsa, sirviendo de contraparte en cada una de las operaciones y frente a cada una de las partes, quienes participan a través de la titularidad de sendas cuentas de valores y dinero. Al final del día, habrá un saldo respecto de cada uno de los miembros de esa bolsa en relación con el total de las operaciones celebradas entre ellos (Fuller, 2012, p. 31).

Por el contrario, cuando un contrato de derivados no se celebra a través de una bolsa de valores, de manera más general, no se somete a un sistema automático de compensación sino que se lleva cabo en lo que se conoce como operaciones “sobre el mostrador” (OTC, *over the counter*) (Arias, 2018), el mecanismo de compensación debe ser logrado contractualmente, y es allí donde el *Close-out netting* está llamado a jugar un rol vital entre importantes actores del sistema financiero, actores que rigen sus relaciones de derivados,

las más de las veces, a través del Acuerdo ISDA. Este acuerdo cuenta entre sus elementos más importantes la cláusula modelo de *Close-out netting*. El objetivo al que tiende la regulación internacional es que toda operación de derivados esté sometida a un proceso de compensación o liquidación anticipada, sea a través de una contraparte central propia de un sistema de compensación o bien con una herramienta contractual equivalente al *Close-out netting* del Acuerdo ISDA, de tal suerte que se reduzca al máximo el riesgo de contraparte involucrado, y por esa vía, el nivel de riesgo total que soporta el mercado financiero. (Arias, 2012, p. 455).

### *Close-out netting* en el acuerdo ISDA

Según se ha venido señalando, el objetivo que se busca con el *Close-out netting* es que, en un escenario de insolvencia, esté claro que a la masa solo ingresa aquel monto resultante del colapso y *netteo* de todo el portafolio de derivados entre las partes, quedando una única suma pagadera.

Para lograr ese fin, es indispensable que exista claridad acerca de que el colapso de la relación o portafolio (los tres pasos arriba indicados: terminación, liquidación y compensación) ocurra antes de la circunstancia que da pie al proceso de insolvencia. Dicho de otra manera, es necesario entender que la relación comercial, desde el día 1, solo comprende como objeto el saldo resultante de aplicar el *Close-out netting*, de manera que siempre habrá una única obligación indeterminada (pero determinable) por el saldo (en constante novación), exista o no insolvencia, o bien, que en todo caso, el efecto de liquidación y compensación es automático con la circunstancia que da lugar al proceso de insolvencia y por ello, la relación se entiende compensada antes de iniciar este proceso.

Este es el efecto que en la práctica ha logrado el Acuerdo ISDA, uno de sus más importantes logros y uno de los pilares sobre los que se ha construido el mercado de derivados moderno (Arias, 2012). La Asociación Internacional para Swaps y Derivados (**ISDA** por sus siglas en inglés) es una entidad privada, con más de 900 miembros de variada procedencia y relevancia dentro del mercado financiero, que tiene por misión la promoción de un mercado de derivados seguro y eficiente, con mecanismos efectivos de administración de riesgo para todos los usuarios de productos derivados. Entre las funciones más destacadas de esta organización está la de desarrollar documentación globalmente estandarizada que sirva como herramienta para promover la seguridad jurídica y el máximo grado de reducción de riesgo en las transacciones de derivados.

Todo lo anterior, en gran medida, se materializa con el Acuerdo ISDA, un modelo de contrato que se ha convertido en el estándar de mercado para la conducción de operaciones de derivados OTC (Arias, 2018, p. 456). El Acuerdo ISDA funciona como un contrato paraguas (Boada, 2013, p. 17) –más exactamente, un contrato único– que aglutina jurídicamente, bajo una misma relación negocial, todas las operaciones particulares de derivados OTC que componen el portafolio entre las partes. Por lo tanto, la cláusula de *Close-out netting* no se refiere a la compensación de obligaciones recíprocas surgidas de contratos de derivados individualmente considerados, sino que cobija indistintamente flujos y obligaciones nacidas de negocios diferentes, cruzando los derechos de crédito anejos y arrojando un saldo total que comprende la sumatoria de todos los contratos de derivados celebrados entre las partes al amparo del contrato marco (Wood, 2008).

Si existe certeza jurídica de que este elemento del negocio es válido y ejecutable en un determinado ordenamiento jurídico, siendo claro que los jueces y administradores de insolvencia respetarán su alcance, se logra (en teoría) su función de reducción de riesgo sistémico y se reduce el costo asociado a esta línea de negocios. Un portafolio regido por este tipo de contrato marco, entonces, requiere no solo menos capital regulatorio en el sentido arriba explicado, sino que además exige proveer menores garantías de respaldo e incluso menor interés, todo como consecuencia de la reducción de riesgo de contraparte y de insolvencia. En una fórmula: hacer negocios en una jurisdicción en la que no sea claro que el *Close-out netting* es válido y ejecutable ante un escenario de insolvencia resulta poco atractivo y más costoso.

La progresiva unificación de un régimen global que en términos equivalentes permita la recepción de este contrato marco con la cláusula de *Close-out netting* se vuelve, entonces, una necesidad para el objetivo y la misión de ISDA (Arias, 2012, p. 454); pero, además, se vuelve una necesidad para actores financieros ubicados en jurisdicciones donde el mercado financiero está menos desarrollado, pues sin utilizar esta herramienta no podrán competir en condiciones óptimas en el mercado global. No en vano, la organización ha venido adelantando una fuerte labor de *lobby* internacional, consiguiendo que los diversos regímenes de insolvencia se modifiquen o ajusten para hacer recepción de este tipo acuerdos, allí donde estas normas tradicionalmente, y el derecho privado en general, impidan o cuestionen la certeza de su eficacia como acuerdos contractuales (Arias, 2012, p. 458).

La forma de acreditar que una determinada jurisdicción es compatible con el acuerdo marco es una opinión legal, en la que un experto en leyes de una determinada jurisdicción rinde concepto favorable o desfavorable en relación con este punto. Al momento existe una opinión favorable respecto de la compatibilidad y validez del *Close-out netting* del Acuerdo ISDA en más de 65 jurisdicciones, entre las cuales se cuenta Colombia<sup>3</sup>. Si bien esto no garantiza completamente que un juez no pueda eventualmente desconocer dicho acuerdo por estimarlo contrario al orden público, como quiera que de ello solo habrá certeza dependiendo del sistema de fuentes y de si existe norma que expresamente regule el punto (norma de puerto seguro), lo cierto es que a la fecha, según lo reporta la propia organización, no existe ningún caso conocido de una cláusula de *Close-out netting* que haya sido declarada inválida, ineficaz o inejecutable en algún ordenamiento en el que exista una opinión legal favorable acreditada por ISDA sobre su validez (Boada, 2013, p. 15).

Observamos, pues, un modelo basado en la progresiva exportación de este tipo de contrato –cómo si se tratara de una especie de tecnología jurídica– de los mercados financieros más sofisticados, a los de nivel medio y así a los más incipientes. Por ello la presión es cada vez mayor para los reguladores de países en vía de desarrollo, para ajustar su legislación de tal suerte que estos mecanismos se entiendan permitidos, así ellos supongan desviarse de las reglas tradicionales de derecho privado y de insolvencia. Este tipo de ajustes legales, reformas legislativas pensadas exclusivamente para permitir que opere el Acuerdo ISDA en una determinada jurisdicción, se conocen en la doctrina del derecho financiero internacional como normas de puerto seguro (Schwarz y Sharon, 2014; Lubben(a), 2010; Lubben(b), 2010; Paech, 2015), y son de una importancia fundamental para asegurar que el Acuerdo ISDA sea efectivo en determinada jurisdicción.

### Ventajas y Desventajas del *Close-out netting*

La primera ventaja por destacar de esta figura, como ya se ha adelantado, es el evidente nivel de reducción de riesgo de contraparte que genera, lo cual la vuelve una variable de una importancia casi incalculable para que el mercado financiero genere los niveles de liquidez de los que son dependientes nuestras economías contemporáneas. Ello se deriva de la reducción del costo del crédito

---

3 Las opiniones son puestas a disposición de sus miembros por ISDA. El listado de las existentes puede ser consultado en: <https://www.isda.org/opinions-overview/>

asociado a cada transacción, pues el cálculo del interés se vuelve menor en la medida en que se reduce el riesgo de pérdida.

Otra ventaja es la reducción de los costos de transacción, en especial los asociados a la cantidad de activos que tienen que ser usados para respaldar las operaciones como garantía. En efecto, cada operación requiere menos respaldo, lo que implica que la misma cantidad  $X$  de activos financieros destinados a garantizar un portafolio, puede ser utilizada para respaldar uno de un volumen mucho mayor.

Como ya se adelantó, en términos del manejo eficiente de capital regulatorio el *Close-out netting* se presenta como una excelente herramienta. Este capital (una razón de la proporción de capital accionario que debe respaldar el nivel de riesgo ponderado de las operaciones activas de una entidad) mide en buena parte el costo de los negocios y limita la capacidad operativa. Como consecuencia de la reducción del riesgo, con el mismo volumen de capital accionario se va a poder respaldar un mayor número de operaciones, sean de derivados, o de otro tipo como préstamos comerciales o créditos sindicados. Un ejemplo ilustra lo anterior. Si un banco tiene un portafolio cuyo riesgo está avaluado en 1000, estando el capital regulatorio a una razón del 10%, requiere separar 100 para mantener su operación. Con el efecto del *Close-out netting*, si se asume que el riesgo se reduce en un 80%, con los mismos 100 podrá respaldar un portafolio 6 veces mayor, es decir, expandir su negocio hasta un portafolio avaluado en 6000 (Paech, 2015, p. 18).

La reducción de la exposición de riesgo de cada operación, en un mercado que diariamente excede el valor del PIB global, erige el *Close-out netting* en un mecanismo de mitigación de riesgo de proporciones titánicas. Esta, que ha sido destacada como su mayor ventaja, se presenta como vital para preservar la estabilidad financiera global. Sin este efecto de mitigación del riesgo de contraparte, el nivel de interconectividad al que operan las grandes entidades financieras conlleva una alta probabilidad de contagio de una entidad a otra en escenarios de insolvencia. El efecto cascada, o dominó, entonces, se ve altamente reducido por la utilización de la figura. Con todo, como se explica más adelante, esta idea del *Close-out netting* como una herramienta de reducción de riesgo es apenas una cara de la moneda.

Por ahora, basta señalar que el *Close-out netting* se muestra, al mismo tiempo, como una herramienta de generación de liquidez y una de mitigación de riesgo importantísima.

Por otro lado, la principal desventaja de esta figura contractual es que, de forma efectiva, destruye la igualdad entre los acreedores del insolvente. En efecto, viola de manera frontal el principio de *pari passu* o *par conditio creditorum*, generando una distorsión, en términos económicos, bastante similar a la que los derechos reales y accesorios de garantía generan entre acreedores titulares de estos y acreedores quirografarios. Al reducir la cantidad de activos que pueden ser perseguidos por los acreedores del insolvente, en efecto, lo que sucede es que el riesgo que está siendo mitigado de cara al acreedor privilegiado por el Acuerdo ISDA no desaparece, sino que al contrario se traslada a estas otras categorías de acreedores a quienes el efecto del *netting* en el patrimonio del insolvente (revisado con contabilidad y documentos financieros que pueden no dar cuenta de la existencia de la cláusula) los toma por sorpresa. Para no ir muy lejos, estas otras categorías de acreedores que reciben el riesgo trasladado serán más débiles y menos sofisticadas en su capacidad de monitoreo de la salud financiera del insolvente, de manera que es probable que lleguen a sentir este efecto con mayor intensidad. Piénsese en las acreencias laborales, e incluso, en los depósitos de ahorradores que no estén cubiertos por un esquema de seguro estatal.

El contraste entre las ventajas y desventajas de esta figura encierra la siguiente paradoja: el precio a pagar por los elevados niveles de liquidez que genera es la creación legal de categorías que comprometen el derecho a la igualdad de los acreedores en un proceso de insolvencia, y que desvían el riesgo hacia acreedores con menor poder económico. En otros términos, aceptar su uso crea un régimen especial y privilegiado, uno que no está sujeto a las mismas reglas generales del derecho privado –tómese el régimen de la compensación legal– y al régimen de insolvencia general. El acreedor que cuenta con el *close-out netting* es, en efecto, un súper acreedor: mientras todos los otros acreedores quirografarios deben esperar un pago parcial y dilatado (o ningún pago), el verá pagado su crédito por efecto de la compensación, de manera automática, por la misma circunstancia que da lugar al proceso de insolvencia.

Esa tensión entre el régimen general y uno privilegiado será más gravosa o trascendental en tanto mayor sea la intolerancia del régimen general de insolvencia a prerrogativas equivalentes para los acreedores quirografarios en general (Paech, 2015, p. 13).

Si el régimen general de insolvencia, el aplicable a todo tipo de acreedores, permite la compensación (legal) en contra del insolvente, o no anula o invalida las cláusulas de terminación anticipada por evento de la insolvencia, la

ruptura del principio de igualdad de acreedores que crea el *Close-out netting* no será grave. Por el contrario, si el régimen general de insolvencia prohíbe que la compensación opere en contra de la parte insolvente, y no le reconoce valor a las cláusulas de terminación anticipada o unilateral (o lo hace con restricciones), la afectación a la igualdad será mucho más gravosa. Mientras más gravosa sea esa discriminación entre acreedores (desde lo descriptivo) más fuerte tiene que ser el valor, beneficio o razón (desde lo normativo) que justifique el uso de la figura. Es decir, las normas de puerto seguro que le dan cabida al *Close-out netting*, en cuanto implican discriminar, tienen que estar basadas en una razón o justificación constitucionalmente atendible.

### Normas de puerto seguro y la ideología que las inspira

Una norma de puerto seguro en el contexto que venimos trabajando, será una proposición normativa que permita el *Close-out netting* incluido en el Acuerdo ISDA en escenarios de insolvencia, y que lo haga a pesar de que ello pueda resultar incompatible con el principio de trato igualitario entre acreedores. Ella hará parte del régimen de insolvencia, y en cualquier caso estará referida al mismo, ya sea como una excepción o como parte del régimen general. La ideología que tradicionalmente inspira este tipo de normas, y aquella con la cuál ISDA ha logrado introducirla de manera exitosa en más de 65 jurisdicciones, es que el *Close-out netting* en el Acuerdo ISDA es un importante mecanismo de reducción de riesgo que previene el contagio de insolvencia entre entidades financieras. Según esto, la mitigación de riesgo y efecto dominó sería el valor que la justifica.

Con todo, aunque de manera menos común –pero quizá más acertada– algunas voces críticas han destacado que, en realidad, la verdadera ideología detrás de este tipo de normas de puerto seguro es que ellas permiten generar niveles de liquidez exponencialmente considerables y de los cuales dependen nuestras economías modernas. Desde este segundo enfoque, esta sería, más que una herramienta de mitigación de riesgo, una de generación de liquidez, siendo la liquidez el valor que la inspira. A cuál ideología adscribe un determinado ordenamiento jurídico, es algo que se determina observando si el *Close-out netting*, frente al régimen general de insolvencia, es o no un verdadero privilegio.

El hecho de que un determinado régimen de insolvencia acepte el *Close-out netting* y la compensación automática en insolvencia, o no, es un claro indicador de la ideología pro-acreedor o pro-deudor que asume el legislador

en ese ordenamiento jurídico. En efecto, o se permite y entonces se favorece la idea de que los bienes del insolvente fluyan rápidamente a la economía y no queden congelados en el proceso a disposición de los acreedores del insolvente (la liquidez como valor principal), lo cual favorece claramente la posición del acreedor; o no se permite y entonces se quiere proteger al deudor, bajo la idea de que debe tratarse, preferiblemente, de mantenerlo operando en cuanto empresa y recuperar su actividad, permitiéndole mantener abiertos los contratos que favorezcan dicho propósito (Wood, 2008, p. 225).

En esta línea, Wood (2008, p. 225-232) ha comparado una tendencia en algunos regímenes de insolvencia –EE. UU. es una importante excepción– provenientes del *common law*, en los que se observa una prohibición de que la compensación opere entre partes solventes, mientras que es normal enrostrarla a la parte insolvente, incluso por efecto de la misma ley que la prevé de forma automática ante la insolvencia. De otro lado, la tendencia en algunos países de *civil law*, de tradición napoleónica, es la contraria: la compensación está pensada para que opere entre partes solventes, mientras está prohibido hacerla efectiva en contra de la parte que cae en insolvencia. Como se mencionó líneas arriba, esta comparación entre indicadores de una actitud pro-acreedor o pro-deudor de un determinado ordenamiento jurídico, cobra bastante relevancia al estudiar el *Close-out netting*: al ser una medida dirigida a favorecer al acreedor del insolvente, en ordenamientos jurídicos que, con independencia de pertenecer al *common* o al *civil law*, prohíben que la compensación opere en escenarios de insolvencia, permitir el uso de la figura genera una ruptura o brecha más pronunciada entre las diferentes categorías de acreedores. Ello tiene que ver directamente con la forma en que, desde el plano normativo, se justifica una norma de puerto seguro que avala el uso del *Close-out netting*.

Así, por ejemplo, en el régimen federal de insolvencia de los Estados Unidos el código de comercio unificado contiene diversas normas de puerto seguro, aplicables tanto en liquidación bajo el Capítulo 7 como en reorganización con Capítulo 11 (Wood, 2008).

Con todo, estas normas solo aplican a las transacciones de derivados según están definidas en la misma ley de insolvencia, debiendo ser el acreedor (solvente) un corredor de derivados, acciones u otros títulos y productos financieros, un mercader de *forwards*, *swaps* o repos, una entidad financiera, o un agente de una casa central de compensación. La operación, además, debió haber sido instrumentada bajo un acuerdo marco de derivados (la regla de mercado es Acuerdo ISDA) según este tipo de transacciones está definido en la ley de valores.



En contraste, bajo el régimen general de insolvencia, es decir, para todo aquel acreedor que no reúna las anteriores cualificaciones, la regla es que la compensación no puede operar en contra del insolvente; al contrario, una vez radicada la solicitud para iniciar el proceso de insolvencia toda compensación se suspende por efecto de la ley, y el administrador puede escoger cuáles contratos abiertos ejecuta a favor del insolvente y cuales repudia (Paech, 2015, p. 9). Es más, un acuerdo contractual que tenga el efecto de terminar y liquidar anticipadamente la relación entre las partes como consecuencia de la degradación del patrimonio del insolvente, o de la degradación de su salud financiera, está expresamente prohibido, no debe ser respetado por el administrador y muy posiblemente puede ser declarado sin valor ni efecto por una Corte<sup>4</sup>.

¿Qué se sigue de lo anterior? Que, en escenarios de insolvencia ajenos al mercado financiero estadounidense, los poderes contractuales de terminación, compensación y liquidación por causa de la insolvencia están severamente limitados, lo cual, por lo demás, ensancha bastante la brecha existente entre un acreedor sujeto al régimen general y un acreedor del mercado financiero, pues este último ve favorecida su posición por efecto de la norma de puerto seguro. Así las cosas, el *Close-out netting* del Acuerdo ISDA, en EE. UU., se erige como un verdadero privilegio para el sector financiero y sus actores en el segmento de los derivados.

Con lo anterior puede o no estarse de acuerdo, pero lo cierto es que es coherente con la ideología que (por lo menos en teoría) parece inspirar el uso de la figura en este mercado: se le concibe como una herramienta de mitigación de riesgo financiero sistémico, razón por la cual debe aplicarse únicamente en relación con agentes del mercado que, con importancia sistémica, se vean expuestos al riesgo de contagio de insolvencia de otros agentes, al efecto dominó que desemboca en una crisis o que compromete la estabilidad financiera.

Estos agentes son las entidades financieras y otros actores dentro del mercado financiero, aquellos que están altamente interconectados, expuestos a este riesgo por el enorme volumen de los portafolios y transacciones que mantienen entre sí, y no las industrias y empresas del sector real de la economía en general. Dicho lo anterior, en otros términos, en un régimen de insolvencia que protege de forma preferencial al deudor insolvente (es decir, a la empresa y sus acreedores), la creación de privilegios que afectan la masa

---

4 Capitulo 11, Código de Comercio Unificado de EE. UU., secciones 365 (e)(1) y 541 (c)(1); 362 (a)(7).

de insolvencia, diseñados a favor de una determinada categoría de acreedores, solo está justificada por el riesgo que la insolvencia de alguno de estos agentes representa para la estabilidad del sistema. La ideología es mitigar el riesgo sistémico por la reducción del nivel de exposición que el efecto de *netting* tiene sobre los portafolios de las partes, porque ello reduce su interconectividad y el riesgo de contagio de insolvencia entre ellos.

El caso es bastante diferente en algunos centros financieros de enorme importancia en Europa, con independencia de si estos operan en un entorno perteneciente al *common law* o *civil law*. En la Unión Europea, la norma de puerto seguro se encuentra en la Directiva 2002/47 CE sobre acuerdos de garantías financieras (2002/47/CE). Como uno de los puntos centrales de este instrumento, está la obligación de los Estados Miembros de ajustar su legislación para reconocer los acuerdos de *Close-out netting*, aún en escenarios de insolvencia o reorganización de una de las partes. En cada ordenamiento, el tamaño de la brecha entre las categorías de acreedores es diverso según la norma de puerto seguro se aleje, en mayor o menor medida, del régimen general de insolvencia.

En Inglaterra, por ejemplo, la actitud del ordenamiento está mucho más inclinada a favorecer la posición de los acreedores en insolvencia, incluso de forma general (Wood, 2008, p. 225-227). En efecto, se ha considerado tradicionalmente que es perfectamente válido terminar anticipadamente los contratos ante la insolvencia de una de las partes, y liquidarlos, consiguiendo el mismo efecto del *Close-out netting* (Goode, 2011, p. 127; Paech, 2015, p.9). Nótese, la ley de insolvencia general prevé incluso la compensación automática e imperativa de toda deuda o crédito recíproco entre las partes como consecuencia del inicio del proceso de insolvencia (1986, No.1925).

Es claro que la ley se refiere exclusivamente a obligaciones recíprocas (consideradas en sí como el objeto de compensación) y no a contratos abiertos entre las partes, pero es perfectamente posible que las partes pacten, como elemento del negocio entre ellas, la terminación automática del contrato como consecuencia de la insolvencia de cualquiera de ellas. Una vez terminados los contratos, lo que quedan son obligaciones propias de su fase de liquidación, mutuas entre las partes, que se compensan y liquidan por efecto de la norma (Goode, 2011, Sec. 9). Al ser este un acuerdo completamente válido, que no desconoce norma imperativa o de *ius cogens*, incluso entre acreedores ajenos al mercado financiero y pertenecientes a cualquier sector del comercio, es posible conseguir el efecto del *Close-out netting*, o por lo menos uno equivalente. Con

razón, se ha señalado que la implementación de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera no generó mayores traumatismos en el ordenamiento inglés (Paech, 2015, pág. 9).

Este tipo de regulación es coherente con la ideología que inspira buena parte del derecho privado del Reino Unido: se prefiere la solución que permita el flujo ágil de los recursos de nuevo al ciclo económico, sin que queden congelados en el proceso de insolvencia, es decir, aquella solución que favorezca la liquidez como valor deseable por su beneficio en los ámbitos social y macroeconómico. En tal escenario, uno inclinado a favorecer la posición de los acreedores, parece más razonable entender que la ideología –el valor subyacente– que inspira la norma de puerto seguro es la generación de liquidez, antes que la mitigación de riesgo (Paech, 2015, p. 13). Se quiere que opere el *Close-out netting*, o que exista un efecto equivalente, en general en todo escenario de insolvencia, pues ello permite que un menor volumen de recursos quede sujeto a los poderes de repudio del administrador de la insolvencia, favoreciendo que puedan ser usados de manera ágil por la parte solvente, quien sigue operando en condiciones normales dentro del ciclo económico (Wood, 2008).

Otro grupo de jurisdicciones de la Unión Europea, pertenecientes a la tradición romano-germánica permiten, en general, la compensación ante la insolvencia. A estas pertenecen, por ejemplo, Alemania, Austria, los Países Bajos, Suiza, y Hungría (Wood, 2008, p. 225). Acá se destaca el caso de Alemania. En este ordenamiento, a diferencia del inglés, la ley de insolvencia no prevé una compensación obligatoria de deudas líquidas o ilíquidas al momento de iniciar el proceso, pero sí permite que la misma opere por acuerdo entre las partes incluso en escenarios no financieros, con limitaciones (Paech, 2015, p. 9). Por ejemplo, la cláusula de terminación anticipada es válida en general, pero el evento detonante no puede ser el inicio del proceso de insolvencia (§§ 119 del Régimen Alemán de Insolvencia, 1994), aunque sí puede ser una circunstancia anterior a este momento, como el solo incumplimiento, pues el Tribunal Federal de Justicia ha dejado claro que el administrador de la insolvencia toma la masa en el estado que la encuentre (BGH ZIP 1994, 40 42; Schwabe, 2007). Como lo sugiere Paech (2015, p. 9), el evento bien puede ser la presentación de la solicitud para acogerse al procedimiento de insolvencia y ello sería un pacto permitido que no violaría normas de *ius cogens*. En efecto, el artículo 94 es claro al indicar que

[...]si por virtud de la ley o de acuerdo contractual, un acreedor del insolvente cuenta con un derecho a compensar su crédito en la fecha en que se de

apertura al proceso de insolvencia, este derecho no se verá afectado por el proceso” (§§ 94 del Régimen Alemán de Insolvencia, 1994).

Por su parte, el artículo 95 prohíbe compensar obligaciones que para el día de apertura del proceso de insolvencia no estuvieren maduras, estuvieren condicionadas, o se refieran a diferentes tipos de prestación (§§ 95 del *Régimen Alemán de Insolvencia*, 1994). Así las cosas, es claro que, al combinar la posibilidad contractual de terminación anticipada, referida a cualquier evento que anteceda la apertura del proceso de insolvencia, con otro acuerdo que colapse las obligaciones y las vuelva líquidas y maduras (una cláusula aceleratoria bastará en la mayoría de los casos), se consigue por fuera de escenarios financieros el mismo efecto del *Close-out netting*.

La postura de estos últimos ordenamientos es intermedia, como quiera que la ley permite que los acuerdos contractuales sobre compensación operen en insolvencia, pero no crea una compensación y liquidación anticipada como efecto de la insolvencia. En términos del efecto de *netteo*, sin embargo, el resultado es altamente similar: tanto en escenarios financieros, de manera obligatoria por la norma de puerto seguro que recibe el Acuerdo ISDA, como en otras áreas del comercio, el legislador ve con buenos ojos que las partes tiendan a reducir que tan expuestas quedan al riesgo de insolvencia de la contraparte y a limitar la cantidad de activos que quedarán congelados una vez iniciado el proceso de insolvencia. El grado de discriminación entre acreedores es reducido y parece quererse privilegiar la generación de liquidez.

Por último, siguiendo a Wood, ciertos ordenamientos de tinte napoleónico, adoptando una postura protectora del interés del deudor insolvente, restringen la posibilidad de que una compensación opere, prohibiendo esta y cualquier otro tipo de acuerdo o acto jurídico que tenga el efecto de evitar que ingresen bienes a la masa de la insolvencia. Aquí podrían ubicarse regímenes como el francés, español, portugués y la mayoría de los latinoamericanos (salvo Panamá, que permite la compensación anticipada a la insolvencia). Se observa, pues, un enfoque más restrictivo, basado en la idea de que la compensación de obligaciones tiene que haber sido efectiva, con el lleno de todos los requisitos legales, de manera previa al inicio del proceso de insolvencia (Wood, 2008, p. 226-227).

Así las cosas, en la mayoría de estos ordenamientos, los créditos deben ser mutuos, líquidos, vencidos y legalmente exigibles de manera previa a la fecha en que inicia el proceso, o alternativamente, tienen que haber sido compensados de forma contractual pero también de manera previa a la fecha

del inicio del proceso, y en todo caso, por fuera del periodo de sospecha que permite atacar las transacciones en uso de la acción pauliana.

Nótese: la posibilidad de superar contractualmente las limitaciones legales de la compensación –entre ellas el *Close-out netting*– está sujeta, en todo caso, a las mismas reglas del periodo de sospecha que cualquier otra transacción que pueda tener el efecto de sustraer activos del patrimonio del insolvente. Ello implica que, a falta de una norma de puerto seguro, la única posibilidad de salvar el *Close-out netting* sería entender que el pacto conduce a que existe una única suma por el balance entre las partes desde el día 1 de la operación, de manera que la compensación viene ocurriendo desde ese día y renovándose constantemente, no desde el momento en que se inicia el proceso de insolvencia. Esta interpretación alternativa, en todo caso, deja en riesgo la posibilidad de entender compensadas y liquidadas anticipadamente las sumas cruzadas en las fechas comprendidas en el periodo de sospecha.

En definitiva, en este último tipo de jurisdicciones se requiere una norma de puerto de seguro para tener un grado razonable de certeza acerca de la eficacia y validez del *Close-out netting*. Y en la misma línea, el punto de partida con el régimen general, restrictivo a la posibilidad de compensación en insolvencia, es bastante distante, razón por la cual la brecha entre acreedores financieros y acreedores en general se ensancha, generándose así la misma percepción que se ha generado en EE. UU. de que el *Close-out netting* es un privilegio para el mundo financiero. Lo lógico entonces, sería que, en estos ordenamientos y de manera similar, la ideología que deba inspirar la norma de puerto seguro sea la mitigación de riesgo sistémico, y que ello sea una razón jurídicamente valedera para justificar un trato diferenciado. Esto, precisamente, es lo que se analiza a continuación en relación con el régimen colombiano.

## El caso colombiano

### El principio de igualdad entre acreedores en los procesos de insolvencia a la luz de la jurisprudencia de la Corte Constitucional

La igualdad entre acreedores *pari passu* o *par conditio creditorum* en Colombia, es un principio estructural del proceso de insolvencia y de relevancia constitucional. Así lo reiteró la Corte Constitucional en reciente sentencia relativa a la constitucionalidad de la regla de no prejudicialidad en los procesos de insolvencia (Corte Constitucional, C-006/18, 2018).

De un lado, se trata de un principio estructural, nota esencial que define el procedimiento de insolvencia en el ordenamiento jurídico Colombiano. El legislador tiene el objetivo principal de proteger la empresa como unidad económica, fuente de producción y empleo, pero busca lograr un balance que no resienta la seguridad del crédito de manera injustificada, y por ello consagra los principios de universalidad y de igualdad entre acreedores.

Las prelación que afectan esa igualdad se aceptan, pero sobre la base de créditos cuyo no pago afecta derechos fundamentales, como la seguridad social. En este contexto, la *par conditio creditorum* se toma como principio *fundamental* y *transversal* a todo el régimen de insolvencia, y es uno de los dos ejes que propenden al balance querido por el legislador y es por eso que determina la estructura de este procedimiento (Corte Constitucional, C-006/18, 2018).

De otro lado, la Corte Constitucional considera que la *par conditio creditorum* es un principio con relevancia constitucional, porque implementa el derecho fundamental a la igualdad en esa concreta situación<sup>5</sup>. Que se trate de un principio estructural de relevancia constitucional tiene dos implicaciones principales.

En primer lugar, someterse al procedimiento debe ser obligatorio para todos los acreedores, pues en ello está la garantía de equidad que protege la seguridad del crédito. El procedimiento está diseñado teniendo como eje la *par conditio creditorum*, razón por la cual, la garantía de cumplimiento es que todos los acreedores deban someterse, valga la redundancia, a un único y mismo procedimiento. Cualquier mecanismo jurídico que permita a una categoría de acreedores escapar del proceso de insolvencia y cobrar su crédito de forma separada, es una contravención del principio. Las vías de cobro o extinción de los créditos externas a los procedimientos de insolvencia comprometen, entonces, el balance que resalta la jurisprudencia constitucional entre protección de la empresa y seguridad del crédito, como fin del proceso de insolvencia.

En segundo lugar, esa relevancia constitucional obliga al legislador, en cuanto le impone un límite a su libertad de configuración normativa, impidiéndole regular el proceso de insolvencia en una manera que afecte la *par conditio creditorum*. Los tratos normativos preferenciales que impliquen una excepción al principio no solo deben perseguir una finalidad socialmente

---

5 Posición reiterada inter alia, en los siguientes pronunciamientos Sentencia T-374 de 2014; C-527 de 2013; T-079 de 2010; T-316 de 2009; C-382 de 2005; C-291 de 2002; C-140 de 2001.

deseable, es decir, servir a un interés general y público, sino que además deben estar justificados en motivos constitucionalmente atendibles. En varias oportunidades la propia Corte se ha referido al tema, evaluando posibles justificaciones de trato diferenciado, es decir, posibles excepciones al principio de *par conditio creditorum*.

En el contexto del fuero de atracción (un claro efecto procesal del principio de paridad entre acreedores) ha entendido la Corte Constitucional que conductas de un acreedor diligente, como haber iniciado el proceso ejecutivo, o haber logrado el decreto de un embargo u otra medida cautelar, no son motivos que justifiquen un trato preferencial. Mientras que en los casos de obligación alimentaria y la ejecución contra deudores solidarios, la línea ha sido clara en cuanto a que la terminación de los procesos ejecutivos pendientes y la cancelación de embargos, medidas que claramente afectan a los acreedores demandantes, se justifican y resultan coherentes con el postulado constitucional del principio de igualdad.

Esta postura fue reiterada en la sentencia C-006 de 2018 a la que se viene haciendo referencia. El criterio utilizado para tomar a los varios acreedores como sujetos comparables es la simple comprobación de la existencia del crédito insoluto en contra del deudor insolvente. Para la Corte:

[E]l haber adelantado un proceso judicial anterior al inicio del trámite de insolvencia, no constituye sobre el acreedor una característica que reclame un trato diferenciado frente a los demás acreedores durante su participación en el mismo trámite. Haber demandado ejecutivamente al acreedor en liquidación no es un criterio de diferenciación constitucionalmente válido como sí lo es la afectación de un derecho fundamental, que es lo que tiene en cuenta la normatividad sobre la prelación de créditos. Ello implica que la demanda no logra superar el primero de los requisitos del test de igualdad, que para el caso sería el demostrar que haya un trato igual entre desiguales.

En conclusión, según el precedente constitucional, el principio de paridad entre acreedores, por ser estructural al proceso de insolvencia y por su relevancia constitucional, solo admite excepciones basadas en razones constitucionalmente atendibles. La libertad de configuración normativa que tiene el legislador respecto del diseño del proceso de insolvencia le impone respetar ese límite. Para determinar si un privilegio normativo entre acreedores rebasa o no el baremo constitucional, debe aplicarse, entonces, un test de igualdad leve (Corte Constitucional, C-014/14, 2014).

La pregunta que surge es obvia. ¿El reconocimiento que hace el legislador del *Close-out netting* en Colombia, limitado a ciertas categorías de acreedores, resiste un test de igualdad leve? Sobre el punto, que plantea un interrogante de naturaleza valorativa, se vuelve a espacio en la sección 3 de este texto.

### La prohibición de compensación en el régimen general de insolvencia: rigidez del principio de igualdad entre acreedores

Como es conocido por todos, el régimen de insolvencia colombiano (Ley 1116 de 2006) en su artículo 17 prevé que uno de los efectos de la presentación de la solicitud de admisión al proceso de reorganización para el deudor es la prohibición de efectuar compensación u otro tipo de pagos. El mismo efecto se replica en el artículo 50 respecto de los efectos de la apertura del proceso de liquidación. En conclusión, en el régimen general de insolvencia colombiano, la compensación anticipada que opere por efecto de la insolvencia del deudor está prohibida por la ley. Bastante razonable resulta entender que un pacto en contrario, celebrado entre dos empresarios mercantiles sometidos a este régimen podría ser estimado como contrario al orden público y las buenas costumbres. Es más, el propio artículo 1720 del Código Civil prohíbe expresamente la compensación cuando esta tiene lugar en perjuicio de derechos de terceros.

En esta misma línea, incluso en escenarios de liquidación de entidades financieras según las reglas del proceso concursal que prevé el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (arts.293 y ss.), la Corte Constitucional había venido sosteniendo que el principio de igualdad entre acreedores no podía ser violado por efecto de la compensación concedida a alguno o varios de ellos. La justificación de esta prohibición, según el entender de esta alta Corte, tenía raigambre constitucional, pues estaba fundada en proteger el ahorro público representado en las acreencias de los depositantes de la entidad, quienes serían los principales afectados por la violación del principio del *pari passu*. Este principio de igualdad de acreedores se había mostrado tradicionalmente rígido en nuestro ordenamiento, no admitiendo excepciones ni siquiera en casos que comprometían el patrimonio de sujetos de especial protección constitucional.

En efecto, en sentencia T-065 de 2000, la Sala de Revisión se enfrentó al siguiente caso: un enfermo terminal pretende que su deuda con la entidad financiera en liquidación forzosa se compense contra unos flujos que la entidad le adeuda –mucho mayores en valor– por razón de unos CDT. Su intención es no dejar deudas a sus causahabientes luego de su muerte; no pretende



que se redima el valor completo de los CDT, sino la extinción de la deuda por concepto de compensación. El liquidador negó la compensación y la Corte Constitucional, en sede de tutela, avala la conducta del liquidador, lo anterior, con fundamento en el principio de la igualdad y paridad entre acreedores. Para la Corte, aceptar la compensación implicaría otorgar un pago adelantado y preferente en favor de uno solo de los acreedores, perjudicando de esa forma a los demás quienes sí deben “hacer fila” para obtener el pago de su acreencia en el proceso de insolvencia.

Se trata, pues, de una protección rígida del *pari passu*, por encima, incluso, de la situación de evidente vulnerabilidad de uno de los acreedores, se insiste, un enfermo terminal y padre de familia. Lo que el demandante en esta acción de tutela esgrimió como argumento, no se consideró una razón constitucionalmente atendible para justificar un trato diferenciado entre los acreedores de la entidad financiera.

Repárese en la rigidez con la que la Corte entiende este principio:

La toma de posesión con fines liquidatorios, entonces, es un proceso de carácter concursal y universal, en el que los acreedores son llamados a hacerse parte demostrando su acreencia, a efectos que la misma pueda ser cancelada a prorrata con los activos de la entidad. Dentro de este contexto, uno de los principios que rige este proceso, es el de la igualdad entre acreedores -*par conditio creditorum*-, según el cual cada acreedor tiene derecho a que se le pague el valor de su acreencia, en proporción a los activos existentes, sin que pueda preferenciarse a un acreedor sobre otro. La existencia de este principio, entonces, no admite la aplicación de concesiones o de mecanismos que puedan redundar en beneficio de unos, y en desmedro de otros.

En otros términos, ha de entenderse que la consagración legal de esta figura no puede operar en perjuicio de terceros, terceros que, en los casos de toma de posesión con fines liquidatorios, vendrían a estar representados en la universalidad de acreedores de la intervenida, específicamente de los ahorradores, inversionistas o depositantes, sujetos éstos que merecen una especial garantía, según los términos de la Constitución, al consagrar una protección y vigilancia especial sobre el ahorro privado (art., numeral 19; art. 189, numeral 24 y 335).”

Piénsese, por ejemplo, en un establecimiento financiero cuyos activos estén representados en su mayor parte en créditos concedidos a quienes a su vez

también son acreedores de aquél, y éstos pudieran hacer uso de la figura de la compensación. La imposibilidad del liquidador de la entidad, en estos casos, de hacer exigibles éstos, menguaría el activo de ésta, en perjuicio de aquellos sujetos, especialmente de los ahorradores y depositantes que, por no tener deuda alguna con la entidad, y ante la inexistencia de activo realizable en razón de la compensación, no podrían obtener el reintegro de los valores entregados en ahorro o depósito, mientras que otros, en virtud de la mencionada figura, han visto satisfecha íntegra o parcialmente su acreencia, lo que a todas luces resultaría injusto y arbitrario.

Así, ha de concluirse que los acreedores, en estos casos, llámense ahorradores o depositantes, están llamados a correr la misma suerte, sometiendo su interés al procedimiento que el legislador ha regulado para garantizar, precisamente, la igualdad y el debido proceso que desde el texto constitucional se han impuesto (art. 13 y 29 de la Constitución Política), procedimiento que no es otro que el señalado en el Estatuto del Sistema Financiero, artículos 293 y s.s del decreto 663 de 1993, según el cual debe procederse a la reclamación, reconocimiento y objeción de acreencias; a la integración de la masa de la liquidación, que incluye la exigibilidad de los créditos que hacen parte del activo de la entidad, sin excepción alguna; al pago de las reclamaciones efectuadas, iniciándose éste, por aquellas obligaciones que se encuentran excluidas de la masa de la liquidación.

La conclusión aflora nítida, y es que todo acreedor de la entidad financiera debe someterse al procedimiento, pues es el procedimiento lo que garantiza la igualdad entre las acreencias. Aceptar la compensación de la deuda es excluir a determinado acreedor de la necesidad de adelantar el proceso, esto es, se le releva de su obligación procesal, y ello implica una violación intolerable del principio de igualdad. El artículo 13 de la Constitución Política es, entonces, el fundamento último de esta prohibición de compensación en escenarios de insolvencia.

Los mismos argumentos, o similares, se sostuvieron por la Corte en la sentencia C-429 de 2000, oportunidad en la cual se pronunció sobre la constitucionalidad de la norma que prohibía (para ese entonces) la compensación automática en procesos de insolvencia de entidades financieras<sup>6</sup>. El texto de

---

6 La demanda, presentada por el tratadista en derecho financiero Sergio Rodríguez Azuero, acusó de inconstitucional la norma señalada, de un lado, por haber sido expedida excediendo las facultades constitucionales del presidente, y del otro, que es el que interesa a este escrito, por cuanto "la prohibición de compensar, incorporada en la norma demandada, en lugar de proteger, rompe violentamente el principio de igualdad de las partes, castigando sin ninguna razón y sin ninguna

la norma (art. 1.8.2.3.26, Decreto 1730 de 1991; num. 2º, art. 301, Decreto 663 de 1993.) era: "Con el fin de asegurar la igualdad de los acreedores en el proceso liquidatorio, no procederá la compensación de obligaciones de la intervenida para con terceros que a su vez sean deudores de ella".

La Corte Constitucional, en dicha oportunidad, avaló la constitucionalidad de la norma, y concluyó no hallar "razón que pudiese hacer constitucionalmente plausible que la compensación operase en forma automática, y por fuera del proceso liquidatorio." Aclarando que el principio *par conditio creditorum* se refiere al mismo trato entre acreedores quirografarios, aduce la Corte (C-429/00, 2000):

Para esta Corte, una compensación anterior al proceso liquidatorio que operase en forma automática y por vía general, resulta constitucionalmente inaceptable, pues, ciertamente, si se permitiera que, en esa hipótesis a través de la compensación, el acreedor de una entidad liquidada recibiera la satisfacción de su crédito, éste no entraría al prorrateo a que están sujetos los otros acreedores, y ello constituiría una verdadera injusticia frente a los demás acreedores, quienes sí están obligados a hacerse parte en el proceso concursal, para poder obtener el pago de sus acreencias.

Por ello, la Corporación estima que de aceptarse la tesis del accionante según la cual la compensación debe operar en forma automática y por fuera del proceso liquidatorio, en presencia de una intervención forzada ocurriría que se estaría privilegiando a aquellos acreedores que siendo deudores, pudieron compensar anticipadamente sus obligaciones con la entidad liquidada, con sacrificio injusto de los otros acreedores, pues estos, por la vía de la disminución de la masa activa, verían aún más difícil la recuperación así fuese parcial de sus acreencias.

Se observa, pues, que, desde el punto de vista Constitucional, el ordenamiento jurídico colombiano tiene una concepción rígida del principio de igualdad entre acreedores quirografarios en un proceso de insolvencia. No solo eso, sino que ya ha visto con malos ojos, y carente de fundamento constitucional, la posibilidad de que una compensación anticipada, incluso en escenarios financieros, haga mella en la paridad entre acreedores quirografarios del insolvente. Ni siquiera

---

piedad, a la que ha tenido la desdicha de ser acreedora de un Banco que no le paga por insolvente, pero que sí le cobra lo que a su turno le debe. También el Banco es víctima del esperpento, porque puede quedar obligado a devolver depósitos a uno que como deudor no quiere pagarle". Sentencia C-429 de 2000 (M.P. Fabio Morón Díaz).

la calidad de especial vulnerabilidad de una de las partes que solicita la compensación ha sido considerada como razón constitucionalmente atendible para justificar un trato desigual entre acreedores. Al contrario, la Corte ha calificado de “injusto”, “arbitrario” y “constitucionalmente inaceptable” (expresiones con un fuerte contenido ideológico) permitir que la compensación opere a favor de alguno de los acreedores del insolvente.

Desde ya puede avizorarse, y esto resulta de la mayor relevancia, que la ideología o valor que justifica la norma de puerto seguro para el *Close-out netting* en Colombia, por lo anotado, tiene que erigirse montada sobre el pilar de un verdadero argumento de peso constitucional, una verdadera razón de beneficio público, de un peso enorme para que se sobrepase esta barrera argumentativa. Esto, precisamente, es lo que en la parte 3 de este texto se pone en duda.

### *Close-out netting* y la norma de puerto seguro en Insolvencia en Colombia (art. 74 de la Ley 1328 de 2009)

El ordenamiento jurídico colombiano acepta plenamente la validez del Acuerdo ISDA, incluida, claro está, la cláusula de compensación de obligaciones y liquidación anticipada o *Close-out netting*. La norma de puerto seguro que recibe este tipo de cláusula, a diferencia de lo que ocurre en otros ordenamientos, no está en el régimen de insolvencia *per se*, sino en la ley de protección al consumidor financiero, la Ley 1328 de 2009<sup>7</sup>.

La norma del artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 autoriza “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”, entre otras hipótesis, en:

[a]quellos procesos 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 las operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se

---

7 No estaría de más preguntarse por el origen de semejante “mico” en una norma de protección tuitiva del consumidor, y de paso, por el dudoso acatamiento del principio de unidad de materia para este artículo en específico.

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.** (énfasis añadido)

Basta la sola lectura de la norma para dejar claro que se trata de un beneficio exclusivo para escenarios financieros.

Por lo demás, el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera (CE 100 de 1995) impone a las partes de una transacción de derivados OTC la obligación de celebrar un contrato marco que regule de manera general las condiciones de negociación de este tipo de operaciones entre ellas. Se trata de un negocio jurídico con contenido normativamente impuesto, como quiera que debe incluir como mínimo, y obligatoriamente, los elementos señalados en el Anexo 2 de la circular. Con todo, la norma expresamente exime a las partes de acogerse a este contenido predispuesto por el legislador en el evento en que celebren el Acuerdo ISDA. Según lo ha entendido la Superintendencia Financiera, esta posibilidad de optar por un contenido negocial alternativo al previsto en la norma, queda exclusivamente limitada al Acuerdo ISDA, no estando permitido utilizar acuerdos marcos equivalentes de otras organizaciones. En Colombia, el legislador no solo reconoce la validez del Acuerdo ISDA, sino que además estimula y promueve su uso como única alternativa válida al contenido negocial previsto en la norma.

Muy al estilo del derecho de insolvencia de EE. UU., el referido puerto será “seguro”, eso sí, solo para la actividad financiera, como quiera que todo otro sector del comercio cuya insolvencia deba regirse por el régimen general (Ley 1116 de 2006), o de manera más general, todo aquel acreedor que no sea producto de una operación de derivados OTC (sometida al contrato marco tipo del régimen legal o al Acuerdo ISDA), se verá excluido del beneficio de reducir el riesgo de contraparte con esta liquidación automática y anticipada de toda su relación de negocios con el insolvente. En otras palabras, en el régimen general, el acreedor ha de entrar a ubicarse en la fila para intentar el cobro del total de la deuda, mientras que el acreedor del derivado OTC de la entidad financiera verá compensada su deuda (pagada parcialmente, en términos económicos) y solo hará fila por el saldo.

En conclusión, el ordenamiento jurídico colombiano establece el *Close-out netting* como un verdadero privilegio a favor del sector financiero, negando su

acceso a toda otra categoría de acreedores que no quepan dentro del ámbito subjetivo y objetivo de la norma de puerto seguro, con mayor razón, habida cuenta de la concepción rígida que el principio de paridad entre acreedores tiene en Colombia. En línea con lo anotado previamente, dentro de un ordenamiento tradicionalmente protector de la posición del deudor en insolvencia como ocurre con la Ley 1116 de 2006, y en el que la brecha entre el acreedor quirografario general y el acreedor financiero que recibe el beneficio es tan amplia, por lo menos en un nivel superficial, la única justificación que parece plausible para el privilegio es la de ser un mecanismo de mitigación de riesgo sistémico; es decir, solo aplicable a aquellas entidades que, por su volumen o tamaño, pueden comprometer la estabilidad financiera del país en caso de caer en insolvencia, incluso contagiando otras entidades de igual o mayor importancia. Efectivamente así, en su función de mitigación de riesgo como elemento principal es que parece concebirlas la doctrina nacional (Boada, 2013, p. 5).

Con todo, en la medida en que pueda ser criticable que el *Close-out netting* sea un efectivo mecanismo de reducción de riesgo sistémico, también será criticable la ideología que inspira su adopción en Colombia a través de la norma de puerto seguro del art 74 de la Ley 1328 de 2009. Dicho de otra manera más sencilla, si lo que justifica el privilegio del *Close-out netting* a favor de las entidades financiera es la necesidad de reducir el riesgo sistémico con el que ellas operan, si esa es la razón que constitucionalmente justifica el trato diferenciado entre acreedores para que sea válida, es absolutamente indispensable que, en efecto, el *Close-out netting* resulte idóneo para reducir tal riesgo sistémico, es decir, que en realidad sí resuelva ese problema. Es esto, precisamente, lo que se pone en duda en la siguiente subsección de este texto.

### Crítica de la ideología que erige el *Close-out netting* en un privilegio del sistema financiero

Este escrito ha tratado, desde el punto de vista descriptivo, de explicar al lector qué es *Close-out netting*, como se admite bajo las normas de puerto seguro y las dos principales funciones que lo caracterizan y justifican: la mitigación de riesgo sistémico y la generación de liquidez.

Esta tercera parte pretende criticar esas funciones, particularmente la primera, con el ánimo de identificar lo problemático que resulta justificar que el *Close-out netting* sea un beneficio o privilegio exclusivo para acreedores financieros, cuando esa ruptura de la *par conditio creditorum* se funda en la necesidad de mitigar riesgo sistémico. Al contrario, si un ordenamiento

jurídico como el colombiano va a aceptar que opere dicha figura, con la fricción que ello genera con la compensación tradicional y el régimen general de insolvencia, parece más consecuente tomarla como una importante fuente de generación de liquidez, cuyo uso, naturalmente, debe ser controlado y racionalizado a través de regulación financiera. Lo anterior, sin embargo, conduce necesariamente a preguntarse si su uso no debería permitirse a todo tipo de acreedores que deseen pactar *Close-out netting* por la vía contractual, como sucede en otras jurisdicciones en las que se ha empleado dicha fórmula, y qué retos y dificultades traería ello para Colombia.

En primer lugar se ha dicho que la función de mitigación de riesgo, aún cuando bien podría predicarse de todos los sectores de la economía, aparece ligada en varios ordenamientos jurídicos exclusivamente a ciertos actores del sistema financiero, de ordinario usuarios frecuentes del Acuerdo ISDA. Desde este primer enfoque de aproximación, la ruptura que este privilegio implica del principio *pari passu* está justificada en un valor superior: la estabilidad financiera resultante de la reducción macro del nivel de riesgo de contraparte en las operaciones de derivados OTC. El trato discriminatorio frente a otros acreedores, resultante de la introducción de normas de puerto seguro en la ley de insolvencia, entonces, se soporta sobre un valor legítimo que es la mitigación de riesgo. Está claro que esta es la ideología que inspira la adopción de las normas de puerto seguro en EE. UU. y, al parecer, es la misma que ha inspirado la del art.74 de la Ley 1328 de 2009 en Colombia. Se le adopta, pues, como herramienta de mitigación de riesgo sistémico y por ello se la reserva para una categoría particular de acreedores del sector financiero.

Sin embargo, esta “ideología” ha recibido fuertes y autorizadas críticas de algún sector de la doctrina en EE. UU., identificándola como un elemento generador de riesgo moral (*moral hazzard*) que antes que cuidar, va en desmedro de la estabilidad financiera (Schwarz y Sharon, 2014; Lubben (a), 2010; Lubben (b), 2010). Particularmente, se ha señalado que el efecto de reducción del riesgo de contraparte del que se beneficia el acreedor financiero genera una externalidad, en cuanto relaja o flexibiliza la debida diligencia que de ordinario debe emplearse en la medición y monitoreo de la salud financiera de la contraparte, lo que conduce a acumulación de riesgo en porciones peligrosas en algunos actores, especialmente en aquellos con importancia sistémica.

El riesgo moral en este contexto, debe entenderse como una actitud o comportamiento de menor prudencia, menor aversión a la generación de posiciones abiertas de riesgo en el mercado, proveniente de la existencia mecanismos de

garantía reales o presuntos que operan a favor de los actores financieros (Paech, 2015, p. 20). De manera más general, riesgo moral puede asimilarse a una actitud comportamental que impulsa a contratar con menor prudencia y cuidado por la confianza en que los riesgos de la contratación no serán asumidos completamente por la parte contratante, por quien los genera, sino que serán socializados (Paech, 2015). El riesgo moral ha sido identificado en abundante doctrina como uno de los factores decisivos de la crisis del *subprime* de 2008, ligado a la técnica de “generar para distribuir”, consistente en otorgar créditos hipotecarios sin consideración a las posibilidades reales de pago de los deudores, confiando en luego poder distribuir ese riesgo tóxico en el mercado a través de titularizaciones sintéticas, implementadas en CDO's (*credit default swaps*).

En el contexto del *Close-out netting*, si bien puede haber una reducción del riesgo de contraparte en cada operación individual, al mismo tiempo el riesgo moral favorece la acumulación de riesgo de contraparte en algunos actores, y ello va en desmedro de la diversificación de riesgo del mercado tomado en conjunto. Un mercado financiero menos diversificado es más riesgoso y vulnerable a situaciones de crisis. Como lo señala Paech (2015, p. 21), algunas voces critican que se genera una confianza excesiva en el efecto reductor del riesgo de contraparte que apareja el *Close-out netting*, de tal suerte que se invierte menos tiempo y recursos en herramientas *ex ante* y dinámicas de monitoreo de la capacidad real de pago de los candidatos a parte en los contratos financieros (Lubben (a), 2010, p. 15). El resultado es un mercado con niveles totales de riesgo mayor porque se concentra este riesgo que cada contrato trae consigo, en actores que contratan en altos volúmenes, sin medirlo con rigurosidad ni detectar tempranamente su acumulación.

Al contrario, si no existiera la eliminación casi total del riesgo de contraparte que apareja la norma de puerto seguro, la debida diligencia y rigurosidad en la determinación del riesgo asociado a la posición de cada actor sería una necesidad imperiosa, permitiría detectar las concentraciones potenciales de este riesgo y ponerles precio –léase, cobrar un interés mayor por el riesgo asumido– haciendo que sea más costoso contratar con actores que relativamente acumulan mayor riesgo de contraparte. En suma, en un escenario sin normas de puerto seguro, donde el riesgo de insolvencia de cada actor cobra toda su relevancia, cada acreedor financiero es más cuidadoso, lo que trae como consecuencia general que cada actor acumule menores porciones de riesgo para ser comercialmente atractivo y ello deriva en un mercado mucho más diversificado, menos riesgoso. En la misma línea, la mayor cantidad de información recolectada fruto del monitoreo reforzado, además,



resulta un factor positivo para que las entidades financieramente saludables puedan continuar operando en tiempos de crisis de liquidez, es decir, en circunstancias donde normalmente hay poca confianza en los mercados por la falta de información para los inversionistas.

Para emplear la fórmula de Lubben ((a), 2010, p.15-16): “En últimas, pues, el argumento que justifica las normas de puerto seguro es bastante simple: las normas de puerto seguro reducen el riesgo sistémico porque le dan un tratamiento especial a las grandes entidades financieras”. Usando este enfoque crítico, el problema desde el punto de vista normativo, estaría en que un privilegio se explica a partir del propio privilegio, un argumento circular que es bastante problemático erigir en una razón constitucionalmente atendible para justificar un trato discriminatorio entre acreedores. Critica el mismo autor, como cuestión empírica, que no está completamente comprobado que un portafolio de derivados no sea socialmente mejor aprovechado dentro de la masa de insolvencia, como un activo más a disposición de todos los acreedores que pueda venderse para maximizar su valor, en comparación con su liquidación acelerada por efecto del *Close-out netting* (Lubben (a), 2010, p. 16).

En síntesis, la primera crítica está en que la función de mitigación de riesgo sistémico se opaca, reduce o al menos se pone bajo seria sospecha, por cuanto puede haber una mayor propensión a la generación de riesgo no evaluado, producto de que cada operación, al ser menos riesgosa, desincentiva la debida diligencia en la salud financiera de la contraparte. Eso permite generar riesgo que bien puede no estar respaldado en contratos o activos financieros sanos, y hacerlo con total desinterés de cómo el riesgo se esparce en el mercado, pues en últimas, en un evento de insolvencia la reducción de la exposición es mínima. Esto no ayuda a resolver el problema del riesgo moral, detonante principal de la crisis del 2008, y que tiene que ver con la actitud de algunos miembros de la industria frente a asumir riesgos de manera desidiosa, por efecto de que el riesgo no será soportado por quien lo genera.

Una segunda crítica que se le ha hecho a la “ideología” que identifica el *Close-out netting* como una herramienta de mitigación de riesgo sistémico, es que la reducción de riesgo de contraparte que favorece al acreedor financiero titular del privilegio no desaparece propiamente del mercado, sino que se distribuye, desvía o traslada a otras categorías de acreedores menos sofisticados que sí quedan sujetos a las reglas tradicionales de insolvencia.

Los portafolios beneficiados con el Acuerdo ISDA se liquidan, dejando a salvo la posición del acreedor financiero, pero los activos ligados a estos portafolios salen de la masa de insolvencia y reducen la probabilidad real de pago de las otras acreencias. El efecto del privilegio es un redireccionamiento del riesgo creado hacia otras categorías de acreedores que no pueden reajustar su posición, de ordinario, por tratarse de acreedores con menor acceso (o nulo) a información y capacidad de monitoreo de la salud financiera del insolvente. Se trata de depositantes, ahorradores, los propios trabajadores y accionistas del insolvente, acreedores que, a diferencia de la contraparte en un portafolio de derivados, no están constantemente demandando el reajuste del margen de garantías, o renegociando la tasa de interés ligada a la obligación, según el perfil de riesgo de la contraparte varía, como ocurre normalmente entre acreedores financieros. Al final, el riesgo asociado al portafolio liquidado termina siendo soportado no por quien lo creó, sino socializado entre los otros acreedores que no pueden mejorar su posición en el proceso insolvencia, es decir, generando riesgo moral que puede terminar creando niveles agregados de riesgo mayores en el mercado (Finch, 2009, p. 36; Paech, 2015, p. 21). Esto hace cuestionable, cuando menos, la función mitigadora de riesgo sistémico que justifica el *Close-out netting* como privilegio del acreedor financiero.

En tercer lugar, una última crítica tiene que ver con la contribución que el *Close-out netting* hace al fenómeno denominado *too-big to fail* (demasiado grande para dejarlo caer), también identificado como un factor decisivo de la crisis financiera del 2008.

Como se explicó en la sección 1, el *Close-out netting* permite utilizar el mismo capital regulatorio para un mayor volumen de negocios, ampliando los portafolios de las entidades financieras, haciendo no solo que crezcan individualmente sino además que aumenten el nivel de interconexión e interdependencia entre ellas. Así cada portafolio vea su nivel de riesgo limitado ante la insolvencia, en todo caso las entidades incrementan efectivamente su tamaño y porción del mercado. Entre más crezcan y ganen importancia sistémica, más necesario se hace para el Estado salvarlas con dinero de los contribuyentes en tiempos de crisis.

Al explicar por qué considera que el verdadero aporte social que tiene el *Close-out netting* no es tanto la mitigación del riesgo sistémico, sino el ser una herramienta decisiva para la generación de liquidez, Paech ha dado respuesta a las anteriores críticas. En cuanto al riesgo moral producto de la falta de medición rigurosa y monitoreo del verdadero riesgo asociado al escoger contraparte, al

paso que reconoce que un mercado más informado siempre es más eficiente, resalta que el rol del monitoreo entre partes internacionales y altamente interconectadas es bastante complejo, sobre todo porque la disponibilidad de información completa y precisa respecto de cada contraparte es bastante escasa.

La información contable de los actores es cambiante y el riesgo asociado a los activos no depende solo de ellas, sino del comportamiento del mercado tomado en conjunto. Ello le permite concluir que el monitoreo que se ve reducido, en todo caso, no es la herramienta óptima para controlar el riesgo sistémico, con lo cual, el posible aumento del riesgo moral es difícilmente medible de cara al mercado tomado como un todo. De otro lado, en cuanto a la desviación del riesgo hacia acreedores menos sofisticados, señala que normalmente el Estado se ocupa de asumir dicho riesgo a través de esquemas de garantías que se les otorgan a depositantes y acreedores similares (Paech, 2015, p. 22).

Más allá de la validez de estas críticas y su respuesta, lo cierto es que la justificación del *Close-out netting* como un privilegio para acreedores con importancia sistémica se muestra problemática, por decir lo menos. Así sea difícil medirlo, siempre está latente el problema del riesgo moral señalado. Ciertamente, antes de la crisis del 2008 pasó desapercibido, lo cual en nada resta a la comprobación de que ese riesgo no cuantificado se materializó con consecuencias catastróficas, pues el problema tiene que ver más que con la medición, con la estructura de incentivos. De otro lado, los esquemas de garantías gubernamentales fácilmente pueden resultar insuficientes en tiempos de crisis, cuando la escasa liquidez obliga a los Estados a salvar de la insolvencia a las entidades financieras en proporciones que exceden el valor de la garantía. Es cuestionable, además, que el monto sea suficiente para cubrir relaciones comerciales complejas, mucho más cuantiosas que las que tradicionalmente ligan a las entidades financieras con acreedores depositantes, por no mencionar que ello no necesariamente cubre otras categorías de acreedores y que, además, el riesgo se sigue trasladando, solo que hacia el Estado y por esa vía hacia los contribuyentes.

¿Significa lo anterior que el *Close-out netting* y las normas de puerto seguro son socialmente nocivas? La respuesta es un rotundo no. En realidad, lo problemático es insertar privilegios que distorsionan la igualdad entre los acreedores, pues es bien difícil justificar el trato discriminatorio a los otros sectores del comercio. Como lo señala el mismo Paech, las críticas anteriores son propias del contexto de EE. UU., donde la brecha que crea el *Close-out netting* con el régimen general de insolvencia es amplia y marcada, pero lo

mismo no ocurre en ordenamientos como el inglés o el alemán, donde con matices, la posibilidad del *Close-out netting* está al alcance de acreedores pertenecientes a otros sectores del comercio. Ello responde, al parecer, a que en esos ordenamientos el verdadero valor de esta herramienta se identifica con la generación de liquidez, y no tanto con la mitigación de riesgo, que ha sido el discurso con el que ISDA la ha introducido en muchos ordenamientos del mundo. Nótese, si el verdadero valor socialmente deseable de esta herramienta es incrementar los niveles de liquidez que privilegian a todo el mercado, no parece razonable limitarla a una sola categoría de acreedores por su importancia sistémica.

Como toda herramienta financiera generadora de liquidez, sin embargo, su uso debe ser racionalizado y controlado, para evitar que, al igual que ocurrió con los derivados, los bonos basados en portafolios de hipotecas (ABS), y otras productos de ingeniería financiera que tienen por objeto aumentar el flujo eficiente de recursos al sector real de economía –la función original e indispensable del sistema financiero en una economía de mercado–, se les termine usando de manera desviada, producto del riesgo moral que apareja su uso, o como gráficamente se dijo en el contexto de la crisis del 2008, como “armas de destrucción masiva” (Pistor, 2013). En el caso de las entidades financieras, esa labor de racionalización del uso para lograr un balance entre niveles exponenciales de liquidez y el riesgo sistémico, corresponde a la regulación financiera, es decir, a un tipo de normas que tiene por objeto regular el comportamiento de los agentes financieros.

Lo anterior implica que, aún aceptando lo valioso del *Close-out netting* como herramienta de liquidez, su adopción en un ordenamiento jurídico debe venir acompañada de regulación prudencial que aminore los riesgos que apareja su uso en actores con importancia sistémica, en particular, en el mercado de derivados que es altamente concentrado. Reglas que eviten, por ejemplo, la posible escasez de activos financieros y garantías, que puede generarse como consecuencia de la liquidación anticipada de todos los portafolios de derivados en los que la entidad insolvente es contraparte. La caída de un agente importante genera que por el *Close-out netting*, todas sus contrapartes en los Acuerdos ISDA deban terminar anticipadamente esos contratos de derivados, y al mismo tiempo, deban buscar otros de reemplazo para asegurar cobertura de las posiciones que protegía el portafolio liquidado: la venta acelerada y simultánea de los activos que sirven de garantía o cobertura deprecia el valor de esos activos, haciendo que sea necesario usar más activos para cubrir las nuevas posiciones y llevando al mercado a una situación de escases de

garantías, golpeando la liquidez, que en principio se buscaba generar (Roe, 2011, p. 545).

Desde el 2015, instituciones como el Comité de Basilea y el Banco Central Europeo han venido recomendando regular los márgenes de garantía para evitar este tipo de situaciones, por ejemplo, imponiendo recortes al valor del precio de mercado de los activos que se utilizan de garantía, o prohibiendo que el mismo activo sea usado para operaciones diferentes, y de manera más general, adoptando medidas que permitan balancear los efectos benéficos en términos de liquidez con el riesgo sistémico que apareja el uso del *Close-out netting*.

La primera pregunta frente al art. 74 de la Ley 1328 de 2009 en Colombia es ¿cuenta el ordenamiento patrio con ese tipo de medidas regulatorias o de balance? ¿Ha sido si quiera considerado que el efecto de reducción de riesgo sistémico puede no ser tal y que es necesario, al contrario, racionalizar el uso de la herramienta para evitar el riesgo moral? A juzgar por la promoción que hace el Anexo 2 de la Circular Básica Contable y Financiera del Acuerdo ISDA, todo parece sugerir que la respuesta a estas preguntas es negativa. En efecto, lo más razonable es entender que en Colombia, al igual que en EE. UU., la ideología que justifica el uso del *Close-out netting* es que es un privilegio de los acreedores financieros dirigido a mitigar el riesgo sistémico del mercado de derivados. En ese escenario, parece superfluo preguntarse por cómo balancear los niveles de riesgo y liquidez que produce la herramienta.

Lo anterior lleva a una segunda pregunta, mucho más problemática ¿está justificado en una razón constitucionalmente atendible el trato discriminatorio que el *Close-out netting* como privilegio del sector financiero genera entre los acreedores del insolvente?, ¿Resiste el art. 74 de la Ley 1328 de 2009 un *test* constitucional de igualdad? Siendo consecuentes con la rigidez y jerarquía normativa que el principio de la *par conditio creditorum* tiene en la jurisprudencia de la Corte Constitucional, la respuesta a estos interrogantes debería ser negativa. Las expresiones del máximo intérprete de la Constitución han sido tajantes: “una compensación anterior al proceso liquidatorio que operase en forma automática y por vía general, resulta constitucionalmente inaceptable” o, a todas luces resultaría injusto y arbitrario”, ya que “esta figura no puede operar en perjuicio de terceros”. Y en efecto, si no está claro que el *Close-out netting* mitiga más riesgo del que genera, mal podría justificarse un trato discriminatorio sobre la base de que controla el riesgo sistémico y cuida la estabilidad financiera.

En cambio, si el acento se pusiera en que el *Close-out netting* genera niveles

de liquidez que sin duda son socialmente deseables, es decir, erigiendo la liquidez como valor que justifica alterar el régimen tradicional de insolvencia, su asimilación dentro de la lógica del ordenamiento jurídico colombiano se torna mucho más consecuente. Si el valor que se persigue es la generación de liquidez como factor necesario para un mercado sano, resulta innecesario e injustificado limitar su uso al sector financiero, siendo razonable que se permita usar el *Close-out netting* a quien tenga el cuidado de pactarlo en sus contratos. La dificultad estaría en exceder el ámbito de las reglas tradicionales de la compensación, pero esa dificultad ya ha sido superada con sendas reformas en ordenamientos como el alemán, de tradición romano-germánica y en donde ese modo de extinción de obligaciones ha seguido tradicionalmente una lógica similar. En cualquier caso, es más fácil justificar una reforma al régimen legal de la compensación que una excepción al principio constitucional de igualdad.

Con todo, el uso generalizado del *Close-out netting* a cualquier acreedor implica una toma de postura a favor de los acreedores del proceso de insolvencia, que puede ir en desmedro del propósito de salvar al deudor y conservar su negocio. En efecto, lo que favorece es que los contratos puedan terminarse para que los activos no queden “encerrados” en el proceso de insolvencia, sino que circulen rápidamente de nuevo al ciclo económico.

En ello hay una toma de postura del ordenamiento jurídico que en Colombia parece darse a favor del deudor, para preservar la empresa que ya existe, en una línea similar a la del Capítulo 11 de insolvencia de EE. UU. Desde ese primer enfoque, sería problemático justificar el *Close-out netting* a la mano de todos los acreedores. Una dificultad adicional está en que los acreedores favorecidos serían solo aquellos cuya relación contractual con el insolvente permitan, por su estructura, que existan créditos y deudas recíprocas susceptibles de liquidación anticipada. De entrada, otros acreedores como los laborales e incluso el Estado podrían terminar absorbiendo el riesgo de contraparte que se desvía por el uso del *Close-out netting*.

La conclusión de cara a la adopción del *Close-out netting* en el Acuerdo ISDA en Colombia, es que, como ocurre con muchas otras figuras dentro del derecho comercial contemporáneo, se le ha querido importar de mercados financieros más significativos, como si de una suerte de tecnología jurídica se tratara, sin tener totalmente claras las implicaciones de dicha adopción (Pistor, 2008). Sin duda esta figura puede resultar beneficiosa para generar los niveles de liquidez de los que dependen nuestras economías, y es por ello que la academia debe reflexionar de forma crítica acerca de cuál es la

mejor fórmula para acomodarla a la realidad colombiana, según las exigencias constitucionales indispensables para que pueda ser usada de manera segura.

## Conclusiones

El *Close-out netting* es una herramienta contractual que permite ir más allá de las limitaciones que tradicionalmente caracterizan a la figura de la compensación en los ordenamientos de tradición romano-germánica. Notablemente, permite liquidar anticipadamente todos los contratos abiertos de una relación comercial entre dos partes, siendo la insolvencia de una de ellas y la que activa sus efectos. Ello genera una disminución casi total del riesgo de contraparte a favor del acreedor del insolvente que ha pactado el *Close-out netting*, razón por la cual se ha convertido en una de las herramientas más utilizadas en el mercado internacional de derivados, donde la mitigación de riesgo juega un papel clave. En tal contexto, el Acuerdo ISDA ha diseminado su uso a través de numerosos países, cada uno de los cuáles le da viabilidad jurídica a este tipo acuerdo a través de normas de puerto seguro, las cuáles aseguran que sea efectivo en casos de insolvencia. Sin duda, el uso de esta herramienta en el mercado de derivados permite que este crezca considerablemente en su volumen y número de operaciones.

Estas normas son necesarias porque el *Close-out netting* viola el principio de igualdad entre acreedores, con mayor razón, si solo se considera válido respecto de acreedores financieros, como ocurre en EE. UU. La brecha generada entre acreedores es mucho menor, e incluso inexistente, en ordenamientos como el inglés o el alemán, donde, con matices, a todos los acreedores se les permite pactar por vía contractual mecanismos equivalentes al *Close-out netting* del Acuerdo ISDA. La ideología que justifica que el *Close-out netting* se reserve al sector financiero descansa en entender que su valor es ser una importante herramienta de mitigación de riesgo. Con todo, autorizadas voces han reclamado que el verdadero valor de esta herramienta descansa, más que en mitigar riesgo, en generar niveles de liquidez con crecimiento exponencial que fortalecen las economías modernas. Cual de estas dos ideologías inspira la adopción de la figura en un determinado ordenamiento depende del alcance de la norma de puerto seguro que la reciba y le dé cabida dentro del régimen de insolvencia.

En Colombia, la norma de puerto seguro (art.74 de la Ley 1328 de 2009) consagra el *Close-out netting* como un privilegio del sector financiero. Ello permite concluir que la ideología que inspira su adopción es la de ser una

herramienta de mitigación de riesgo sistémico, siendo esta finalidad la razón constitucionalmente atendible que justifica el trato discriminatorio con otros acreedores, de suyo sujetos a la Ley 1116 de 2006, con arreglo a la cual, un pacto equivalente al *Close-out netting* sería ineficaz. Sin embargo, se ha anotado en EE. UU. que el *Close-out netting* genera un alto riesgo moral que pone en duda su verdadera aptitud como herramienta de mitigación de riesgo.

Al mismo tiempo, la Corte Constitucional ha sostenido una postura rígida y bastante exigente de cara a normas o conductas que impliquen violación del principio de igualdad entre acreedores. Ello hace bastante problemático justificar el trato discriminatorio entre acreedores a partir del valor de la mitigación de riesgo sistémico. Por lo anterior, parece más adecuado poner el acento en que se trata de una herramienta de generación de liquidez, lo cual debería conducir a permitir su uso por acreedores en general y no limitado al mercado financiero. Ello pone de presente que su adopción debe estar acompañada de reglas que permitan un balance entre la mayor liquidez generada y el nivel de riesgo, acomodadas a la realidad del mercado financiero colombiano, según los condicionamientos de la Ley 1116 de 2006, inclinada a la protección de los deudores, y considerando las implicaciones negativas que el uso generalizado de la figura pueda tener sobre acreedores que, por el tipo de relación que sostienen con el insolvente, sencillamente no se verán favorecidos por ella y deberán recibir una porción del riesgo que se desvía por su uso. Todos son puntos por tomar en cuenta para una reflexión crítica de la adopción de esta figura en Colombia.

## Referencias

- Arias Barrera, L.C. (2012). Introductory aspects on financial derivatives market: ISDA master agreement dealing with legal risk? *Revista E-Mercatoria*, 11(1), 448-477. Recuperado de: <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/index/search/authors/view?firstName=Ligia&middleName=Catherine&lastName=Arias%20Barrera&affiliation=&country=>
- Arias Barrera, L.C. (2018). *Regulation and Supervision of the OTC Derivatives Market*. Routledge.
- Tribunal Federal de Justicia Alemán. BGH ZIP 1994.
- Boada Morales, S. (2013). Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando el campo de juego. *Revista de Derecho Privado. Universidad de los Andes*, 50. doi: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.50.2013.04>
- Capitant, H; Colin, A. (1924). *Curso Elemental de Derecho Civil: Teoría General de las Obligaciones* (Tomo III). Madrid: Reus.



- Corte Constitucional de Colombia. (12 de abril del 2000). Sentencia C-429/00. [MP: Fabio Morón Díaz]
- Corte Constitucional de Colombia. (27 de enero del 2000). Sentencia T-065/00. [MP: Alfredo Beltrán Sierra]
- Corte Constitucional de Colombia. (14 de febrero de 2018). Sentencia C-006/18. [MP: Cristina Pardo Schlesinger]
- Corte Constitucional de Colombia. (23 de enero de 2014). Sentencia C-014/14. [MP: Mauricio González Cuervo]
- Finch, V. (2009). *Corporate Insolvency Law* (2ª ed.). Cambridge University Press.
- Fuller, G. (2012). *The Law and Practice of International Capital Markets* (3ª ed.). Lexis Nexis.
- Goode, R. (2011) Perpetual Trustee and Flip Clauses in Swap Transactions. *The Law Quarterly Review*, 127. Maxwell and Sweet.
- Iglesias, J. (2008) *Derecho Romano* (15ª ed.). Ariel.
- International Swap and Derivatives Market Association (ISDA). (2017). *Derivatives- facts and figures*. Recuperado de: <https://www.isda.org/a/sviDE/derivatives-facts-and-figures-fact-sheet-final.pdf>.
- Lane, T. y Philips, S. (2002) Riesgo moral ¿Alienta el financiamiento de FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas? *Fondo Monetario Internacional - Temas de Economía*, 28. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues28/esl/issue28s.pdf>
- Lubben S.J. (2009). Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 12 (1). (p. 61- 78). Recuperado de [https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue1/Lubben12U.Pa.J.Bus.L.61\(2009\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue1/Lubben12U.Pa.J.Bus.L.61(2009).pdf) (online)
- Lubben, S.J. (2 de abril de 2010). Repeal the Safe Harbors. *American Bankruptcy Institute Law Review*, 18.
- Lubben, S.J. (8 Apr 2010). The Bankruptcy Code without Safe Harbors. *American Bankruptcy Law Journal*, 84. Recuperado de: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1569627](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1569627)
- Lubben S.J. (2009). Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 12 (1). (p. 61- 78). Recuperado de [https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue1/Lubben12U.Pa.J.Bus.L.61\(2009\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jbl/articles/volume12/issue1/Lubben12U.Pa.J.Bus.L.61(2009).pdf) (online)
- Paech, P. (2015). The Value of Insolvency Safe Harbours. *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 9. Recuperado de: [https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09\\_Paech.pdf](https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09_Paech.pdf),
- Parlamento Alemán (1994, 5 de octubre). *Insolvenzordnung §§94 - Sección §§ 119 del Régimen Alemán de Insolvencia*. BGBl. I S. 2866. <http://www.gesetze-im-internet.de/inso/BJNR286600994.html>
- Parlamento del Reino Unido (1986, No. 1925) Reglas de Insolvencia. <https://www.legislation.gov.uk/uksi/1986/1925/contents/made>
- Parlamento y Consejo Europeo (2002/47/CE, de 6 de junio de 2002) Directiva sobre acuerdos de garantía financiera. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0047>
- Peck, J.M.; Mokal, R. y Janger, T. (14 de octubre de 2011). *Financial Engineering Meets Chapter 11 Safe Harbors and the Bankruptcy Code*. [ponencia]85ª. Conferencia

- Nacional Anual de Jueces de Insolvencia, Tampa, EE. UU. Recuperado de: <http://discovery.ucl.ac.uk/1402065/1/Peck,%20Mokal%20and%20Janger%20on%20Safe%20Harbors%20and%20the%20Bankruptcy%20Code.pdf>
- Pérez Vives, A. (1957) *Teoría General de las Obligaciones* (2ª ed., vVol. 4). Universidad Nacional de Colombia.
- Pistor, K. (2008). *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*. University of Chicago Press.
- Pistor, K. (9 de mayo de 2013). A Legal Theory of Finance. *Journal of Comparative Economics*, 41 (2). Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=2262936>
- Roe, M.J. (2011). The Derivative Markets Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator. *Stanford Law Review*, 63, (p. 539-585). Recuperado de: [https://pdfs.semanticscholar.org/4011/92225639e06379c1beec933c902650d3586f.pdf?\\_ga=2.123409995.1937778120.1591229451-1383089565.1585708256](https://pdfs.semanticscholar.org/4011/92225639e06379c1beec933c902650d3586f.pdf?_ga=2.123409995.1937778120.1591229451-1383089565.1585708256)
- Schwabe, C. (2007) *Filmlizenzen in der Insolvenz: eine vergleichende Untersuchung des deutschen und US- amerikanischen rechts*. Cuvellier.
- Schwarz, S.L. y Sharon, O. (2014). The Bankruptcy Law Safe Harbor for Derivatives: a path-dependence Analysis. *Wash & Lee L. 71*.
- Stankovska, A. (10 de mayo de 2017). Global Derivatives Market. *SEUU Review*, 12(1), 81-93. Recuperado de: <https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/seeur.2016.12.issue-1/seeur-2017-0006/seeur-2017-0006.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (16 de abril del 2010). Concepto No. 2010015122 – 001.
- T-374 de 2014, C-527 de 2013, T-079 de 2010, T-316 de 2009, C-382 de 2005, C-291 de 2002, C-140 de 2001.
- Wood, P. (2008) *Law and practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell.