



Revista de Derecho Privado
E-ISSN: 1909-7794
mv.pena235@uniandes.edu.co
Universidad de Los Andes
Colombia

Boada Morales, Sebastián
Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando
el campo de juego
Revista de Derecho Privado, núm. 50, julio-diciembre, 2013, pp. 1-42
Universidad de Los Andes
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033221004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto



**DOCUMENTACIÓN DE DERIVADOS FINANCIEROS
TRANSFRONTERIZOS EN EL MERCADO NO
ESTANDARIZADO: NIVELANDO EL CAMPO DE JUEGO**

SEBASTIÁN BOADA MORALES

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 50

Julio - Diciembre de 2013. ISSN 1909-7794

Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando el campo de juego*

Sebastián Boada Morales**

RESUMEN

Una adecuada documentación y negociación de las operaciones de derivados en el mercado mostrador (*over the counter* – mercado otc) tiene como uno de sus objetivos la reducción de los eventos que permiten a la contraparte terminar anticipadamente las operaciones sin responsabilidad. Este artículo busca proporcionar al negociador de la documentación de derivados otc algunas herramientas que le permitan comprender a profundidad las disposiciones principales del contrato más importante a la hora de negociar este tipo de productos: el Contrato Marco publicado por ISDA (ISDA Master Agreement). Adicionalmente, el objetivo es explicar la

ABSTRACT

An adequate documentation and negotiation of otc derivatives transactions tends to the reduction of the events which allow the counterparty to early terminate the transactions, without responsibility, as one of its primary objectives. This article intends to provide the otc derivatives documentation negotiator with certain elements which allow an in depth understanding the main provisions of the most important otc derivatives agreement; the ISDA Master Agreement. The article also seeks to explain the way in which the provisions of said agreement may be applied in each particular case by the parties to adjust their particular otc derivatives transactions.

* Cómo citar este artículo: Boada Morales, S. (2013). Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando el campo de juego. *Revista de Derecho privado*, 50.

** Abogado de la Universidad de los Andes. Trabajó en la firma colombiana Gómez-Pinzón Zuleta Abogados S. A. Actualmente se desempeña como abogado de la Vicepresidencia Jurídica del Banco CorpBanca Colombia S. A. Las ideas expresadas comprometen únicamente a su autor y no reflejan la opinión de ninguna entidad. Correo electrónico: s.boadamorales@gmail.com

forma como las disposiciones de dicho contrato pueden ser aplicadas en cada caso concreto por las partes para ajustar sus operaciones particulares de derivados otc.

PALABRAS CLAVE: instrumentos financieros derivados, mercados financieros, derivados no estandarizados (otc), mercado mostrador, Contrato Marco ISDA, crisis financiera, Dodd Frank Act, compensación en bolsa.

KEYWORDS: financial derivatives, financial markets, over the counter (otc) derivatives, ISDA Master Agreement, financial crisis, Dodd Frank Act, central clearing.

SUMARIO

Introducción – I. REGULACIÓN RECIENTE Y EL FUTURO DE LOS DERIVADOS OTC – A. *Antecedentes y regulación de derivados OTC: la crisis del 2008* – B. *El futuro: compensación central obligatoria* – II. EL CONTRATO MARCO ISDA – A. *Introducción al Contrato Marco ISDA* – 1. Las razones para celebrar un Contrato Marco: reducción del riesgo crediticio – B. *Las disposiciones más importantes del Contrato* – 1. Interpretación – 2. Obligaciones – 3. Eventos de incumplimiento y eventos de terminación – 4. Terminación anticipada – III. DOCUMENTACIÓN Y NEGOCIACIÓN DEL SUPLEMENTO AL CONTRATO – A. *Disposiciones sobre terminación* – 1. Garante – 2 Entidades específicas – 2.1. Incumplimiento en relación con transacciones específicas – 2.2. Incumplimiento cruzado – 2.3. Incumplimiento por insolvencia o quiebra – 2.4. Terminación anticipada por un evento de crédito por fusión – 2.5. Conclusiones sobre la inclusión de entidades específicas y garantes en el suplemento – 3. Liquidación y pago de múltiples transacciones o liquidación y pago de distintos productos – 4. Pagos bajo la terminación anticipada – IV. CONCLUSIONES – Bibliografía.

Introducción

El mercado mundial de instrumentos financieros derivados ha crecido a ritmos impresionantes en las últimas décadas. Pasó de productos prácticamente inexistentes antes de 1980, a tener cifras con corte a junio de 2013 por un valor nominal¹ de derivados negociados en el mercado mostrador (mercado OTC) de USD 632.5 trillones, y un valor nominal de derivados negociados en bolsas de futuros y opciones (derivados estandarizados) de USD 61.8 trillones (Bank of International Settlements – BIS, 2013). El mercado de derivados es el mercado financiero con mayor volumen de operaciones a nivel global, con transacciones diarias por USD 2.1 trillones (BIS, 2010).

Los instrumentos derivados son complejos productos financieros cuyo valor (llamado precio justo de intercambio²) depende (deriva) del valor de distintas variables subyacentes más básicas (Hull, 2002). Se trata de productos altamente técnicos, no siempre bien comprendidos, que han sido catalogados de forma disímil; desde “armas financieras de destrucción masiva”³

hasta “un acontecimiento semejante al descubrimiento del fuego”.⁴ Por otro lado, el público en general ha culpado (al menos en parte) a los productos derivados de la crisis financiera global del 2008, mientras que sus defensores continúan resaltando sus beneficios.⁵

La documentación y negociación de los derivados financieros en el mercado OTC constituye un elemento fundamental en toda estrategia de administración de riesgo. Los contratos que instrumentan las operaciones de derivados OTC son también complejos y exigen un alto nivel de conocimiento técnico por parte de los individuos llamados a redactarlos y negociarlos. La práctica profesional en el campo del derecho financiero transaccional⁶ es altamente desafiante; se trata de instrumentar transacciones financieras complejas, en términos legales coherentes y precisos que logren la seguridad o la certeza que buscan las partes en un mercado financiero inherentemente volátil. Tan solo los montos de las operaciones y las consecuencias del incumplimiento de los contratos que se redactan diariamente demuestran la importancia de un análisis exhaustivo de los términos lega-

1 Para una explicación detallada de este concepto véase la nota al pie 46 y texto relacionado.

2 La normativa financiera colombiana define el precio justo de intercambio como “aquél por el cual un comprador y un vendedor están dispuestos a transar el correspondiente instrumento financiero derivado o producto estructurado, de acuerdo con las características particulares del instrumento o producto y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en la fecha de negociación”. Capítulo XVIII, Circular básica contable y financiera (Circular externa 100 de 1995) de la hoy Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante Circular 100).

3 La célebre frase es de Warren Buffet, en una carta a los accionistas de la compañía Berkshire Hathaway. Véase Buffet (2003). Traducción libre. Todas las traducciones de textos en inglés son realizadas por quien escribe este artículo.

4 El antiguo contralor de la moneda americano (*Comptroller of the Currency*) Eugene Ludwig, citado por Stout (2011).

5 Más allá del debate mediático, una tesis bastante interesante sobre este punto es expuesta por Stout (2011), quien señala que la principal causa de la crisis del 2008 fue la introducción en el año 2000 de una norma en los EE. UU., la *Commodity Futures Modernization Act*, cuyo objeto fue eliminar regulaciones financieras centenarias que impedían la excesiva especulación en los mercados OTC.

6 Sobre la práctica del derecho financiero transaccional véase la introducción de Bamford (2011).

les que pretenden reflejar el acuerdo económico de las partes. Este texto está principalmente dirigido a los abogados llamados a documentar o negociar instrumentos financieros derivados. También sirve a profesores y estudiantes que deseen profundizar en el tema, pues tiene contenido tanto teórico como práctico sobre el mercado financiero en general y sobre los contratos derivados en particular. Por último, pretende ayudar al profesional financiero (*trader*) que tenga que coordinar tanto a su equipo de tesorería como a sus asesores legales en la negociación de estos productos. La utilidad para estos profesionales está en la explicación, en términos sencillos, de las principales consecuencias legales y prácticas de algunas de las disposiciones de los contratos de derivados.

Una adecuada documentación y negociación de las operaciones de derivados *OTC* tiene como uno de sus objetivos la reducción de los eventos que permiten a la contraparte terminar anticipadamente las operaciones sin responsabilidad. Este artículo busca proporcionar al negociador de la documentación de derivados *OTC* algunas herramientas que le permitan comprender a profundidad las disposiciones principales del contrato más importante a la hora de negociar derivados *OTC*: el Contrato Marco de ISDA (*ISDA Master Agreement*). Adicionalmente, el objetivo es explicar la forma como las disposiciones de dicho contrato pueden ser aplicadas en cada caso concreto por las partes para ajustar sus operaciones particulares de derivados. El medio utilizado en este artículo para la obtención de dicho objetivo es doble: (i) por un lado se analizan las disposiciones más importantes del texto del *ISDA Master Agreement*

(en sus versiones de 1992 y de 2002⁷), ofreciendo al lector un entendimiento de sus implicaciones y (ii) por otro lado se describen algunas de las técnicas, mecanismos y redacciones que pueden aplicar las partes para documentar adecuadamente los términos y condiciones de su acuerdo económico. De esta forma se pretende aportar herramientas tanto teóricas como prácticas al abogado colombiano en materia de documentación de derivados.

En la sección I de este texto analizamos someramente el estado actual de los mercados derivados *OTC*, como resultado de la crisis financiera global de 2008 y la respuesta regulatoria de gobiernos de los Estados más industrializados. El objetivo será contextualizar las operaciones de derivados en la situación económica y política global actual y describir el presente y el futuro de los mercados derivados *OTC*. La sección II contiene una breve descripción del Contrato y de sus principales disposiciones, buscando proporcionar un entendimiento básico de su funcionamiento y de cómo sus principales disposiciones se construyen para dar paso a los anexos. La sección III se dedica al análisis de la documentación y negociación del suplemento (*Schedule*) del Contrato. El suplemento es el anexo que contiene la redacción de las partes sobre las modificaciones o elecciones hechas al Contrato para documentar los términos legales de sus operaciones. El objetivo en este aparte es presentar

7 En adelante nos referiremos a los *ISDA Master Agreements* en sus versiones 1992 y 2002 conjuntamente como el Contrato. Cuando quiera que se vaya a hacer referencia a alguna de las dos versiones se hará mención expresa a una u otra. Cuando se haga referencia a otro tipo de contrato simplemente se tratará como "contrato" en minúscula inicial.

al lector las técnicas de negociación y documentación más efectivas a la hora de establecer los términos y condiciones de las operaciones de derivados de las partes. Por último, en la sección IV se encuentran las conclusiones.

Antes de entrar en materia, una corta nota acerca del alcance de este texto y de la metodología. En la literatura jurídica internacional,⁸ y en menor grado a nivel local, se han producido excelentes trabajos sobre aspectos legales de los instrumentos financieros derivados en general,⁹ y sobre aspectos introductorios al Contrato en particular.¹⁰ Dado que los temas introductorios han sido suficientemente descritos, este artículo parte de la premisa de que existe un conocimiento básico previo por parte del lector sobre los instrumentos financieros derivados. La idea con este texto es profundizar el conocimiento y la difusión de los derivados y su documentación, proponiendo llevar el análisis un paso más allá de los aspectos introductorios suficientemente conocidos en nuestro medio. Por otro lado, este texto contiene un análisis de los mecanismos de negociación y documentación del Contrato. Por lo tanto, hay una variedad de ejemplos de situaciones prácticas sobre temas de negociación y redacción frente al Contrato, que siempre van a asumir dos partes siguiendo la estructura básica del Contrato, la Parte A y la Parte B.

8 La literatura internacional es innumerable pero en general pueden consultarse: Hull (2002), Gengatharen (2001), Harding (2010).

9 Castaño (1995), Mosquera (1997), Mendoza (2004), Varón (2006), Gómez (2008).

10 Fradique-Méndez (2008) y Arias (2012).

I. REGULACIÓN RECIENTE Y EL FUTURO DE LOS DERIVADOS OTC

*¿Cuántos colapsos más tenemos que soportar, Señor Director, para que usted piense que es apropiada la regulación en este campo?*¹¹

Los instrumentos financieros derivados, transados en el mercado OTC, están siendo transformados por las medidas regulatorias adoptadas recientemente por los Estados Unidos¹² y por la Unión Europea.¹³ En la reunión del G20, de septiembre del 2009, en Pittsburgh, Estados Unidos, los líderes de dicho grupo se comprometieron con el fortalecimiento del sistema financiero y la economía global. Entre los objetivos de los miembros del G20 se encuentran importantes disposiciones sobre los mercados de derivados OTC.¹⁴ Dichos mandatos impactarán definitiva-

11 La pregunta fue formulada en 1998 por el representante a la Cámara norteamericano Maurice Hinchey, al entonces director de la *Federal Reserve System* Alan Greenspan, refiriéndose al fallido intento de regulación de los mercados financieros OTC en aquella época. Diez años después de formulada la pregunta vendría la respuesta: tras la mayor crisis financiera en la historia de la humanidad. La cita es tomada de: U. S. House of Representatives (1998). Para un excelente recuento de la historia de la regulación de los derivados en EE. UU. desde el siglo XIX hasta nuestros días, véase Stout (2011).

12 Título VII del *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, julio de 2010 (Ley Dodd Frank).

13 *La Regulation (EU) No. 648/2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories (EMIR)*.

14 Los países del G20 en su comunicado dijeron lo siguiente: "Todos los contratos derivados OTC deben ser negociados en bolsas o en plataformas de intercambio electrónico, siempre que sea posible, y deben ser compensados a través de contrapartes centrales a más tardar a finales del 2012. Los contratos derivados OTC deben ser reportados a las centrales de intercambio. Los contratos que no sean compensados deben ser sujetos de requerimientos de capital más altos. Exhortamos a la Mesa de Estabilidad Financiera y a sus miembros relevantes a que evalúen de forma regular la implementación y preguntamos si es

mente la manera como se negocian y documentan los derivados etc.

A grandes rasgos, el mercado de derivados *OTC*, que se encontraba a la sombra de la regulación, será ahora regulado y monitoreado por organismos estatales tanto en los EE. UU. como en Europa.¹⁵ El principal mecanismo de control introducido por la regulación de los mercados *OTC* es la liquidación obligatoria (*mandatory clearing*). Por medio de este requisito los organismos reguladores de EE. UU. y de Europa esperan introducir mayor transparencia a los mercados y reducir el riesgo de contraparte, lo cual a su vez redundará en la reducción del riesgo sistémico.¹⁶ En las siguientes subsecciones de este texto analizaremos el estado actual de la regulación sobre derivados *OTC*, materia que es de vital importancia para la negociación y documentación de este tipo de instrumentos, pues se están

produciendo grandes cambios que impactarán los mercados de derivados a nivel global.¹⁷

A. Antecedentes y regulación de derivados *OTC*: la crisis del 2008

Los compromisos del G20 se dieron como respuesta a la crisis financiera del año 2008, la más grave desde el colapso de la bolsa de finales de la década de los 20. La crisis del 2008 produjo efectos devastadores sobre la economía mundial:¹⁸ despidos a nivel global de aproximadamente 30 millones de personas, causando un aumento en la cifra de desempleo mundial de aproximadamente 178 millones de personas en 2007, a aproximadamente 205 millones en 2009; insolvencia del Estado de Islandia; reducción en el ingreso per cápita en 52 países; reducción del producto interno bruto promedio a nivel global de 6% entre 2005-2007 a 1% en 2009; aproximadamente *usd* 2.7 trillones en castigos de cartera por parte de instituciones financieras sobre activos originados en los EE. UU. entre los años 2007 y 2010; y *usd* 4 trillones en castigos de cartera sobre activos originados en mercados de países industrializados en el mismo período, entre otras graves consecuencias a nivel global.

suficiente para mejorar la transparencia en los mercados derivados, mitigar el riesgo sistémico y proteger del abuso en el mercado". (The Group of Twenty (G20), 2009).

15 Recuérdense las grandes clasificaciones de los derivados: por un lado se encuentran los futuros, que son transados en mercados estandarizados, y los swaps y forwards los cuales se transan en el mercado *OTC*. Esta diferencia impacta su negociación y documentación pues "[l]os contratos transados en bolsas tienen términos y características estandarizadas y se negocian en sistemas de negociación organizados, usualmente llamados bolsas de futuros o de opciones. Los derivados *OTC* son usualmente creados por dos partes en cualquier otro lugar" (CFA Institute, 2010, p. 6). Los derivados *OTC* son hechos a la medida de las partes, esto es, bajo las condiciones que estas requieran.

16 "Una de las enseñanzas más importantes de la crisis financiera [del 2008] es que la regulación financiera anterior se ha centrado excesivamente en medidas para preservar la estabilidad de instituciones individuales, y ha ignorado la interconectividad de las instituciones financieras y las implicaciones para la estabilidad financiera. Las fuentes principales de la inestabilidad incluyen el riesgo de contraparte, riesgo de incumplimiento de las partes de transacciones *OTC* [...]" (Molyneux & Valdez, 2010, p. 301).

17 En efecto, las principales regulaciones de los EE. UU. y de Europa tendrán amplias consecuencias extraterritoriales. Esto quiere decir que se producirá un interesante fenómeno de aplicación transnacional de normas que en principio son locales, pero que terminarán impactando a las entidades financieras de todo el mundo. Véase Shearman & Sterling (2013).

18 Véase el excelente capítulo 9 sobre la crisis del 2008 en Molyneux & Valdez (2010). Para un análisis detallado de las causas de la crisis véase el Reporte investigativo sobre la crisis financiera (*Financial Crisis Inquiry Report*), de la Comisión Parlamentaria sobre la Crisis Financiera del Senado de los EE. UU. (Financial Crisis Inquiry Commission [FCIC], 2011). Para algunas de las cifras véase Admati & Hellwig (2013).

Algunos han culpado a los instrumentos derivados por la crisis del 2008, pero el consenso en los círculos financieros es que estos no la *causaron*, sino que más bien ayudaron a su propagación y a su profundización (la metáfora utilizada es aquella de los derivados sirviendo como combustible en un incendio, haciéndolo más grande).¹⁹

Los instrumentos financieros derivados que contribuyeron a la propagación de la crisis en mayor medida fueron los *swaps*²⁰ y específicamente la operación financiera de los *swaps* de incumplimiento crediticio (*Credit Default Swaps* o *CDS*),²¹ los cuales fueron eximidos de regulación financiera en los EE. UU. en el año 2000, bajo el argumento de que el control regulato-

rio sobre estos crearía presiones innecesarias y costos artificiales en un mercado que podía perfectamente funcionar a la sombra de la regulación.²² Sin embargo, después de la crisis del 2008 los líderes de los países industrializados se han comprometido con la regulación a fondo de los *swaps*.

B. El futuro: compensación central obligatoria²³

El compromiso más importante de los líderes del G20 en materia de derivados fue la compensación obligatoria de las operaciones sobre derivados transados en el mercado *OTC*²⁴. La compensación de un *swap* se logra por medio de la inclusión de una cámara de compensación y liquidación²⁵ como intermediario entre las dos

19 Véase, en general, FCIC (2011) y Molyneux & Valdez (2010).

20 Debemos hacer una diferenciación terminológica importante sobre el vocablo *swaps*. Por un lado, técnicamente los *swaps* son especies del género derivados (así como lo son los futuros o los *forwards*, entre otros). En este sentido los *swaps* se definen como acuerdos bilaterales para el intercambio de dos series de flujos de dinero en ciertos momentos (fechas de pago), durante un período o plazo específico (el término o vencimiento del *swap*); véase CFA Institute (2010) y Gómez (2010, p. 190). Esta misma es la definición de la normativa colombiana contenida en el numeral 5.1.3, capítulo XVIII de la Circular 100. Por otro lado, la regulación norteamericana (recientemente la Ley Dodd Frank), utiliza una acepción mucho más amplia del término *swap*, al asimilarlo a prácticamente cualquier derivado *OTC*. Véase, para la definición concreta, la sección § 721(a)(2) de la Ley Dodd Frank. También puede consultarse Stout (2011), quien señala que “*swap* es simplemente otro término para *derivado*”. Por lo anterior, cuando quiera que en este texto se utilice el vocablo *swap* en relación con o en el contexto de la regulación norteamericana debe entenderse como “derivado *OTC*”; pero cuando se utilice técnicamente como operación financiera mediante la cual dos partes intercambian flujos de dinero en un período determinado, en fechas preestablecidas, se hará referencia a la “operación financiera de *swap*”.

21 Los *Credit Default Swaps* son una especie de derivados de crédito. La normativa colombiana los define como “instrumentos financieros que permiten a una parte transferir a otra el riesgo de crédito de uno o varios activos a los que se está o no expuesto, sin vender o negociar dichos activos” (numeral 2.9, capítulo XVIII de la Circular 100). Para un análisis de los derivados de crédito en el contexto colombiano véase Gómez (2008).

22 Otra explicación para el rechazo a la regulación de los *swaps* en el 2000 fue que “[d]ado que la mayoría de las operaciones de *swaps* se llevan a cabo por bancos, el mercado de *swaps* se ha regulado a través de las autoridades bancarias, en lugar de agencias de valores como la SEC (Securities Exchange Commission) o autoridades regulatorias de derivados como la CFTC (Commodity Futures Trading Commission). Esta situación fue confirmada por el Congreso [de los EE. UU.] en la ley de regulación de futuros del 2000 (*Commodity Futures Regulation Act of 2000*), la cual prohibió la regulación gubernamental sobre las operaciones *swaps*.” (Friedland, 2010, p. 25).

23 La compensación central (*clearing*) se define como “el procedimiento por medio del cual una organización específica actúa como intermediario y asume el rol de comprador y vendedor en transacciones sobre derivados, con el objetivo de reconciliar órdenes entre dos partes en una operación de derivados”. (Investopedia).

24 La norma (sección 723(a) de la Ley Dodd Frank) sobre compensación obligatoria dispone que “[s]erá ilegal la celebración por una persona de un *swap* a menos que dicha persona someta dicho *swap* a compensación en una cámara de compensación y liquidación registrada bajo esta ley”.

25 Las cámaras de compensación y liquidación (conocidas como *clearing houses*) reducen el riesgo crediticio por medio de la introducción de la contabilidad a precio de mercado (*mark-to-market*), que ajusta diariamente el valor de las cuentas de los inversionistas para así reflejar las pérdidas y ganancias respectivas (Friedland, 2010). Gómez (2010, p. 197) explica que la cámara de contraparte “[g]arantiza el cumplimiento de los contratos a futuro por medio del procedimiento de liquidación

partes contratantes. Antes la Parte A y la Parte B celebraban un contrato bilateral. Ahora, con la compensación obligatoria, una cámara de compensación y liquidación se pone en el medio de las dos partes para actuar como compradora y vendedora de los *swaps* que negocien. Antes, el riesgo crediticio era asumido por las partes del contrato derivado, ahora es la cámara la que asume el riesgo crediticio de incumplimiento de alguna de las partes del contrato.²⁶ La intención de los legisladores es reducir el riesgo sistémico, al incluir un intermediario que absorberá el incumplimiento de una de las partes en el derivado y cumplirá con la obligación de pagos debida a la parte cumplida, en caso de existir dicha obligación.

Los requisitos sobre compensación obligatoria no implican que los derivados bilaterales *OTC* vayan a dejar de existir del todo. Entre otras, se tienen las siguientes razones: (i) actualmente solo dos clases de *swaps* han sido sujetos a compensación obligatoria por la Ley Dodd Frank: las operaciones financieras de *swaps* de tasas de interés (*Interest Rate Swap* –*IRS*) y las operaciones financieras de *swaps* de incumplimiento cre-

diticio (*Credit Default Swap* –*CDS*); (ii) las mismas normas contienen excepciones a la obligación de someter ciertos *swaps* a liquidación en compensación central, por ejemplo, la excepción de usuario final,²⁷ la excepción de cubrimiento con el derivado²⁸ o la exención de algunos productos derivados de la definición de *swap*;²⁹ (iii) amplios segmentos del mercado no cumplen con los requisitos de las cámaras de compensación y por lo tanto se mantendrán en el *OTC*;³⁰ (iv) existe falta de liquidez en algunos mercados que, de otra forma, deberían ser liquidados en bolsa, lo cual hace que sea poco práctica su liquidación obligatoria (International Swaps and Derivatives Association [ISDA], 2013b); y (v) la regulación es de implementación y cumplimiento progresivo y aplica únicamente a las operaciones *swaps* con partes localizadas en las respectivas jurisdicciones en las que rige, es decir, solo cuando se celebren derivados con contrapartes de los EE. UU. o de Europa.

Como resultado de los nuevos requerimientos regulatorios el porcentaje de *swaps* de tasas de interés sujetos a compensación obligatoria se

diaría en el que requiere a cada parte una garantía inicial y hace una llamada al margen, cada vez que la garantía de cualquiera de las partes queda por debajo del margen mínimo tolerado”.

26 Si bien el mecanismo es beneficioso para el mercado, no deja de tener desventajas pues el riesgo crediticio ahora no será el de las dos partes originales del contrato, sino que será en relación con la cámara de compensación. La eventual y muy posible quiebra de alguna de dichas entidades sería catastrófica para el mercado, pues una misma cámara de compensación puede estar en medio de cientos de transacciones. Como resultado de esto las cámaras de compensación se han convertido en algunas de las instituciones más importantes del sistema financiero global (O'Connor, 2013).

27 En general, el usuario final es definido como toda entidad financiera o no financiera que no sea un *Swap Dealer* o un *Major Swap Participant* bajo la regulación (Cleary Gottlieb, 2013).

28 La Ley Dodd Frank establece una excepción a la obligación de compensación, si alguna de las partes utiliza el *swap* para cubrirse de o mitigar el riesgo comercial. La definición de “riesgo comercial” se deja a la entidad reguladora estadounidense Commodities Futures Trading Commission (CFTC). Véase Stout (2011).

29 Por ejemplo, las operaciones financieras de *swap* y futuros de tasas de cambio de cumplimiento efectivo.

30 Por ejemplo: *swaptions* de tasas de interés, opciones, operaciones financieras de *swaps* de divisas y varios tipos de operaciones financieras de *swaps* sobre valores y *commodities*. Véase ISDA (2013b).

ha doblado en los últimos cuatro años, y más del 50% del mercado se ha compensado en cámara (ISDA, 2013b). El Fondo Monetario Internacional prevé que después de implementar la regulación quedarán en el mercado *otc* un 25% de operaciones financieras de *swaps* de tasas de interés, un 33% de operaciones financieras de *swaps* de incumplimiento crediticio y otras clases de derivados, mientras que el resto será compensado obligatoriamente (International Monetary Fund, 2010).

El panorama anteriormente descrito produce un gran efecto en los mercados de derivados *otc*. Los reguladores y algunos académicos esperan que la regulación sirva para eliminar (los más optimistas), o cuando menos para reducir, las posibilidades de una crisis financiera futura. Si bien algunos economistas aseveran que ninguna crisis puede anticiparse, hay actualmente una gran confianza en que las regulaciones expedidas lograrán reducir el riesgo sistémico de los mercados financieros, a través de mecanismos que los harán más transparentes y más controlados por las autoridades y las agencias estatales. En conclusión, los mercados financieros se están transformando y los derivados *otc* seguirán vigentes pero serán modificados.

Los cambios en el escenario regulatorio descritos arriba impactan la documentación y negociación de instrumentos financieros derivados. Cuando haya transacciones sujetas a compensación obligatoria, el Contrato va a ser modificado por medio de la introducción de nuevos anexos, y en ocasiones pasará a jugar otros roles en la nueva

relación contractual,³¹ la cual, como lo vimos, ya no será bilateral sino multilateral.

Es innegable la importancia que tiene un profundo entendimiento del Contrato en la documentación y negociación de derivados financieros. En la próxima sección nos dedicamos a analizar las principales disposiciones del Contrato, así como los mecanismos y las estrategias de negociación más efectivas al momento de estructurar el marco normativo que regirá las operaciones de derivados financieros *otc* entre las partes.

II. EL CONTRATO MARCO ISDA

Las operaciones transfronterizas sobre derivados *otc* se encuentran documentadas principalmente en los contratos marco establecidos por la International Swaps and Derivatives Association (en adelante ISDA). Hay dos contratos marco de referencia para los participantes del mercado transfronterizo: (i) el *1992 Multi-Currency Cross Border ISDA Master Agreement* y (ii) el *2002 ISDA Master Agreement*. En este aparte describimos someramente el Contrato y sus principales disposiciones.

A. Introducción al Contrato Marco ISDA

La documentación de los derivados *otc* ha tenido una interesante evolución a lo largo del tiempo (véase ISDA 1993, 2003 y Harding, 2010). El mercado, como lo conocemos hoy día, inició en

31 Véase, en general, la *ISDA Documentation Initiative*. Disponible en: <http://www2.isda.org/dodd-frank-documentation-initiative/> y <http://www2.isda.org/emir/>

la década de los ochenta cuando el cierre verbal (vinculante para las partes) y la confirmación escrita enviada por télex constituían el acuerdo de voluntades entre las partes. Sin embargo esto dejaba por fuera del acuerdo importantes términos y condiciones legales para las partes. Empezaron entonces a negociarse contratos distintos para cada operación realizada, pero los costos de transacción (honorarios legales y tiempo) eran muy altos. Con el tiempo, los participantes del mercado empezaron a evidenciar que algunas cláusulas de los contratos originales se mantenían inalteradas. Entonces las partes comenzaron a usar contratos marco (*master agreements*) con cortas modificaciones para adicionar los términos económicos de cada operación. A partir de allí, la industria, encabezada por ISDA,³² incursionó en la estandarización de las transacciones de derivados, produciendo una multiplicidad de documentos que incluyen definiciones, guías, códigos y contratos, siendo el más importante el Contrato en sus versiones de 1992 y 2002. El Contrato es el documento más ampliamente utilizado en el mundo para instrumentar transacciones de derivados financieros (Bender, 2011).

La Superintendencia Financiera de Colombia ha reconocido la importancia del Contrato, y específicamente del Texto del Contrato Marco (como se define abajo), al establecer que es el único acuerdo normativo que puede sustituir el contrato marco regulado por el anexo 2 del Capítulo XVIII de la Circular 100, el cual contiene

los requisitos mínimos de los contratos marco para celebración de instrumentos financieros derivados.³³

El Contrato se compone generalmente de tres partes: (i) el contrato marco en sí (en adelante el “Texto del Contrato Marco”; (ii) su anexo principal, el suplemento (*Schedule*); y las cartas de confirmación o confirmaciones (*Confirmation Letters*). Estos tres componentes conforman un mismo y único contrato. Los primeros dos componentes contienen los términos y condiciones legales que regularán las relaciones entre las partes, mientras que los términos económicos de cada operación³⁴ particular se plasman en la confirmación, la cual es enviada por una de las partes y aceptada por la otra al momento de cerrar la Operación.³⁵ La confirmación identifica el índice subyacente del cual se derivará el valor de la Operación, define el tipo de pagos y los tiempos en los que los mismos deben realizarse y contiene otra información específica sobre cada Operación particular (Bender, 2011, p. 9).

32 Esta organización congrega hoy en día a más de 840 entidades miembros en 60 países en el mundo. (ISDA, 2013b).

33 Dispone la Circular 100: “Las entidades vigiladas deben elaborar y suscribir con sus contrapartes un contrato marco que regule de manera general la negociación de instrumentos financieros derivados, en el evento de que los mismos se realicen por fuera de sistemas de negociación de valores o bolsas, es decir, en el mercado mostrador (“Over the Counter” u otc). La elaboración y suscripción del contrato marco no es necesaria cuando la entidad vigilada suscriba con su contraparte un contrato que incorpore las cláusulas mínimas previstas por ISDA para la celebración de instrumentos financieros derivados, el cual deberá estar disponible para cuando la Superintendencia Financiera de Colombia estime conveniente revisarlo”. Véase también el Concepto 2010015122-001, del 16 de abril de 2010, de la Superintendencia Financiera de Colombia.

34 Las operaciones o transacciones que acuerden las partes serán la materialización de su comercio financiero. Estas son las operaciones concretas de las partes con cada instrumento financiero derivado. En adelante las llamaremos las “Operaciones”.

35 La sección 2(a) del Contrato dispone que cada confirmación contendrá los términos comerciales de cada Operación así como la determinación acerca de cómo y cuándo han de ser efectuados los pagos.

La ventaja para las partes, de trabajar con contratos marco preimpresos, es principalmente la reducción de tiempo y costos en la revisión de los contratos. Adicionalmente, las partes podrán modificar parcialmente o en su totalidad las disposiciones del Contrato mismo, permitiendo la flexibilidad requerida por los mercados, sin perder las mencionadas ventajas de la estandarización.

1. Las razones para celebrar un Contrato Marco: principalmente reducción del riesgo crediticio³⁶

Las razones de las partes para celebrar transacciones de derivados son ampliamente conocidas: básicamente las partes desean administrar el riesgo (producido por la volatilidad en los mercados) mediante el cubrimiento (*hedge*) o mediante mecanismos que les permiten incurrir en riesgos buscando una ganancia, es decir, mediante la especulación (Gómez, 2010).³⁷ Esta

característica de los instrumentos derivados es tan evidente, que la normativa colombiana contiene definiciones sobre los derivados financieros con fines de especulación y cobertura.³⁸ Tradicionalmente, en los mercados *otc* se ha permitido la celebración de dichas Operaciones de derivados sin necesidad de documentarlas en un contrato escrito que contenga todos los términos, tanto legales como económicos, de la operación. Sin embargo, los tiempos han cambiado y hoy en día se requiere mayor certeza jurídica. En este aparte explicamos brevemente por qué es beneficioso para las partes tomarse el tiempo e invertir los recursos en celebrar estos contratos marco de derivados.

En general, los actores de los mercados financieros coinciden en que uno de los objetivos más importantes de la documentación de las

nes los derivados no serán un negocio de suma cero, es decir, aquel negocio en el que una parte pierde mientras la otra gana. En ocasiones algunos productos derivados pueden significar ganancias simultáneas para ambas partes, sin importar el resultado de los mercados, rompiendo así la idea popular consistente en que los derivados son un “casino” en los mercados financieros.

36 “El concepto de riesgo se encuentra en el corazón de la administración de inversiones. Los analistas financieros y los administradores de portafolios identifican, miden y administran el riesgo de manera continua. En un mundo simple donde solamente existen las acciones y los bonos, los únicos riesgos son las fluctuaciones asociadas al valor de mercado y a la posibilidad de incumplimiento de un deudor [...] pero no vivimos en un mundo simple consistente únicamente de acciones y bonos, y de hecho los inversionistas pueden ajustar el nivel de riesgo que asumen de diversas maneras [...] los mercados financieros han creado su propia manera de ofrecer seguros contra pérdidas bajo la forma de contratos derivados” (CFA Institute, 2010, p. 5). Sobre los instrumentos derivados como la manera más eficiente de cubrimiento frente a los riesgos, véase el capítulo 4 de Ferguson (2008): “Los seguros y el estado de bienestar no son la única manera de adquirir protección frente a golpes futuros. La manera inteligente de lograr esto es por medio del cubrimiento financiero [*being hedged*]”.

37 Los instrumentos derivados pueden servir a muchos tipos de contrapartes. La muy común explicación de los distintos usuarios de derivados, que van desde quienes cubren su riesgo (*hedgers*) hasta los especuladores, pasando por quienes aprovechan el arbitraje en los mercados (*arbitrageurs*), se complementa con la idea de Molyneux & Valdez (2010), quienes explican en términos sencillos cómo en ocasión

38 Señala la Circular 100, Capítulo XVIII, que el instrumento financiero derivado con fines de cobertura “[e]s aquél que se negocia con el fin de cubrir una posición primaria de eventuales pérdidas ocasionadas por movimientos adversos de los factores de mercado o de crédito que afecten dicho activo, pasivo o contingencia. Con la negociación de este tipo de instrumentos se busca limitar o controlar alguno o varios de los riesgos financieros generados por la posición primaria objeto de cobertura”. Mientras que el instrumento financiero derivado con fines de especulación “[e]s aquél que no se enmarca dentro de la definición de instrumento financiero derivado con fines de cobertura, ni satisface todas las condiciones que se establecen en el numeral 6... [de dicho Capítulo]”. Se trata de instrumentos cuyo propósito es obtener ganancias por los eventuales movimientos del mercado. Otro efecto importante de esta distinción se encuentra en las normas colombianas sobre celebración de *Credit Default Swaps* por parte de residentes colombianos. La Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República, en su asunto 6 (en adelante Circular 144), señala que, entre otros requisitos, los *Credit Default Swaps* que celebren entidades financieras locales con agentes del exterior “se realizarán con el propósito exclusivo de cobertura [opuesto a especulación u operaciones de arbitraje] de las inversiones admisibles en activos de renta fija emitidos en moneda extranjera por emisores externos (...)”.

transacciones sobre instrumentos derivados es la reducción del riesgo crediticio de contraparte.³⁹ En la industria se habla de cinco formas de reducción del riesgo crediticio en las transacciones con instrumentos derivados (ISDA, 2010): (i) evitar completamente el riesgo al no celebrar Operaciones; (ii) tener la fortaleza financiera y las reservas de capital suficientes para aceptar el riesgo de no pago; (iii) reducir el riesgo en la mayor medida posible a través del uso de la liquidación anticipada (*close-out netting*), lo cual se logra con una documentación adecuada de las transacciones por medio del uso del Contrato⁴⁰; (iv) conseguir un tercero, persona natural o jurídica para reembolsar las pérdidas; y (v) obtener el derecho de persecución de algún activo de valor que pueda ejecutarse en el momento de incumplimiento para pagarse con el producido de la venta de este.

39 Zepeda (2013), explica que el Contrato también ayuda a reducir el riesgo legal y el riesgo operacional, entre otros que no discutiremos en esta ocasión. El riesgo crediticio de contraparte ha sido definido en general como el riesgo en que incurre un prestamista de no recibir de vuelta los dineros que ha prestado a su prestatario, debido al incumplimiento o la incapacidad financiera de este. La regulación colombiana lo ha definido, para efectos del cálculo del margen de solvencia de los establecimientos de crédito, como “[l]a posibilidad de que un establecimiento de crédito incurra en pérdidas y se disminuya el valor de su patrimonio técnico como consecuencia de que sus deudores fallen en el cumplimiento oportuno de sus obligaciones o cumplan imperfectamente las obligaciones financieras en los términos acordados.” Decreto 2555 de 2010, artículo 2.1.1.3.1. Por otro lado, para efectos del cálculo de la relación de solvencia de las sociedades comisionistas de bolsa se define como “[l]a posibilidad de pérdidas que disminuyan el patrimonio técnico de una sociedad comisionista como consecuencia del incumplimiento de obligaciones financieras en los términos acordados”, añadiendo que este riesgo puede tener origen, entre otros, “en un posible incumplimiento de la contraparte en una operación o en una potencial variación del precio del instrumento de que se trate, por causas relacionadas bien con su emisor o con el emisor de su instrumento principal, si se trata de un instrumento derivado” Decreto 2555 de 2010, artículo 2.9.1.1.8.

40 Como lo veremos en detalle en la sección II.B.1, la liquidación anticipada permite consolidar todos los montos debidos recíprocamente por las partes cuando quiera que una de ellas incumpla sus obligaciones.

El mecanismo descrito en el numeral iii del párrafo anterior, la posibilidad de liquidar anticipadamente (antes de su fecha de vencimiento) todas las Operaciones con una contraparte incumplida o en una situación económica deteriorada, es un efectivo mitigante del riesgo crediticio de contraparte. Los miembros de la industria aseguran que esto limita el riesgo crediticio exclusivamente al monto pagadero después de realizar la compensación o neteo de créditos entre las partes bajo todas sus Operaciones, con el objetivo de obtener una única suma pagadera entre las mismas (véase ISDA, 2013b). Como lo veremos más adelante, el Contrato permite a las partes un mecanismo legal muy efectivo para exigir la liquidación anticipada de las Operaciones con el objetivo de llegar a una única suma neta pagadera entre estas.⁴¹

Adicionalmente, el riesgo de contraparte en derivados OTC también se puede reducir por medio de la constitución de una garantía o colateral sobre dinero o valores que permitirá un llamado de margen de variación. Esto se alcanza por medio de la suscripción de otro anexo al Contrato, denominado *Credit Support Document*, mediante el cual cualquiera de las partes se puede ver obligada a otorgar una garantía, consistente en dinero o valores (llamado a margen⁴²), a

41 “El principal desarrollo detrás del Contrato Marco ISDA de 1992, es que la arquitectura del Contrato Marco facilita una eficiente y verdadera terminación anticipada (*closing out*) de todas las posiciones OTC abiertas ante la ocurrencia de un evento crediticio negativo, y que las disposiciones de neteo contractual (*netting*) permiten el neteo de los montos debidos por las partes, de esta forma facilitando la reducción en el riesgo crediticio” (Zepeda, 2013, p. 3).

42 La regulación colombiana define el llamado al margen en relación con los derivados OTC así: “Para efectos del presente Capítulo [XVIII de la Circular 100], específicamente para la suscripción de contratos marco

la otra, dependiendo de la situación financiera de las Operaciones que se encuentren vigentes en cada momento específico. ISDA calcula que al final del 2011 había 117.000 acuerdos de garantía (*Credit Support Annex* o *Credit Support Deed*) bajo el Contrato. El 84% de las Operaciones celebradas por los grandes actores del mercado incluyen un acuerdo de garantía bajo el Contrato (ISDA, 2013a).⁴³

El mecanismo de llamado al margen de variación es bastante efectivo si los respectivos llamados se hacen *diariamente*, pues de esta forma las partes podrán seguir todas las variaciones (positivas o negativas) del mercado y emular muy de cerca el precio de mercado (*mark-to-market*) de sus derivados, reduciendo el impacto negativo de cualquier incumplimiento.⁴⁴

que regulen de manera general la negociación de instrumentos financieros derivados, en el evento de que los mismos se realicen por fuera de sistemas de negociación de valores o bolsas, es decir, en el mercado mostrador ("Over the Counter" u otc), se entiende como llamado al margen a la notificación a través de la cual, una parte exige a la otra el restablecimiento del valor inicial de la garantía o de su valor mínimo convenido, en el evento de presentarse, en un sólo día, una pérdida en cualquiera de estos dos valores" (Circular 100, Capítulo XVIII).

43 Un punto importante para las entidades financieras colombianas es que antes de la expedición del Decreto 1796 de 2008 existía incertidumbre en este aspecto por la prohibición legal al otorgamiento de garantías por parte de los establecimientos de crédito. En efecto, el artículo 10 literal g del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto 663 de 1993), dispone que los establecimientos bancarios "no podrán otorgar hipoteca o prenda que afecte la libre disposición de sus activos..." salvo para ciertas transacciones que no son aplicables a la materia de este texto. Sin embargo, con la expedición del Decreto 1796 de 2008 se introdujo una norma especial mediante la cual "[l]as entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia que realicen operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados podrán otorgar garantías para la realización de dichas operaciones".

44 El caso de la quiebra de AIG y Lehman Brothers en los EE. UU. presenta valiosas enseñanzas sobre el mecanismo de garantías (llamados de margen) en los mercados otc: "Desde el principio, AIG no hacía llamados al margen diarios con todas sus contrapartes. Cuando su calificación cayó, esto disparó llamados al margen ex post en una escala sistémica. El drenaje de liquidez generado por los repentinos llamados

Las cifras sobre la reducción del riesgo crediticio de contraparte a través de la documentación del Contrato (tomadas de BIS, 2013; ISDA, 2013a, 2013c) se explican a continuación: a marzo de 2013, las disposiciones del Contrato sobre liquidación anticipada han resultado ser 100% efectivas en aquellas jurisdicciones donde hay una opinión legal sobre la efectividad local de la liquidación anticipada emitida a ISDA.⁴⁵ Esto es, en todos los casos en los que una parte ha aplicado la liquidación anticipada de sus Operaciones con una contraparte incumplida (incluso con contrapartes en proceso de insolvencia), los jueces han hecho efectiva dicha liquidación anticipada y la parte cumplida ha recibido el valor al que tenía derecho al momento del incumplimiento.

Por otro lado, las disposiciones sobre liquidación anticipada reducen la exposición crediticia de las partes al 0.6% del valor nominal principal⁴⁶ existente, y el colateral (garantías) que las

al margen llevaron al colapso de AIG, al miedo acerca de contagio sistémico y, finalmente, al rescate por parte del gobierno. Por otro lado, Lehman Brothers hacía llamados al margen diarios [...]. No tuvo que enfrentar enormes o repentinos llamados al margen. Cuando colapsó, hubo golpes al mercado, pero no hubo contagio en los mercados otc y no hubo rescate del gobierno" (ISDA, 2013b, p. 9).

45 Para una descripción detallada de la validez legal de las disposiciones sobre terminación anticipada del Contrato en distintas jurisdicciones, véase ISDA (s. f.).

46 El valor nominal (*notional principal amount*) es definido como la cantidad agregada de dólares en la que se basan los pagos de intereses en un swap de tasas de interés. Durante la Operación, el valor nominal nunca es pagado por una parte a la otra, solamente los pagos de tasa de interés serán intercambiados por las partes (Investopedia). Por ejemplo, dos bancos celebran un swap de tasas de interés así: por un período de tres años el banco A paga al banco B una tasa fija de interés sobre un valor nominal principal de USD 10 Millones. Por el mismo período de tres años, el banco B paga al banco A una tasa variable de interés efectivo anual basada en LIBOR (London Inter Bank Offered Rate) sobre el mismo valor nominal principal de USD 10 Millones. Este es considerado un swap de tasa de interés *plain vanilla* porque

partes instrumentan en un anexo al Contrato reduce la exposición crediticia aún más al llevarla al 0.2% del valor nominal. Las cifras son muy dicentes: el valor nominal de los derivados en el mercado *otc*, a junio de 2013, alcanzó los 632.5 trillones de dólares. Sin embargo, el valor nominal principal no es un reflejo adecuado de la exposición crediticia, pues no refleja el valor de mercado del contrato ni los beneficios de la liquidación anticipada y el uso del colateral. En una palabra, el valor nominal del mercado mide la actividad mas no el riesgo; mide el tamaño del mercado mas no el riesgo crediticio al que se encuentran expuestos sus participantes. El riesgo crediticio es medido por el valor bruto del mercado (*gross market value*), el cual ha sido calculado en 24.7 trillones de dólares, aproximadamente un 4% del valor nominal. El valor bruto del mercado es el valor de los contratos derivados *antes* de la compensación; el valor de los contratos derivados *después* de la compensación es denominado exposición crediticia bruta (*gross credit exposure*), y tal como lo vimos constituye un 0.6% del valor nominal, es decir, aproximadamente 1.1 trillones de dólares.

De lo anterior se desprende que la suscripción del Contrato, con sus disposiciones sobre compensación o liquidación anticipada y, cuando las partes así lo pacten específicamente, con el

anexo de otorgamiento de colateral (*credit support annex*), es un mecanismo ampliamente efectivo para reducir el riesgo crediticio derivado del incumplimiento o la incapacidad financiera de la contraparte, logrando reducir así el riesgo sistémico en el sector financiero.

B. Las disposiciones más importantes del Contrato

Esta sección expone someramente algunas de las disposiciones centrales del Contrato. El objetivo es recordar la estructura básica del Contrato y presentar los principios básicos de su funcionamiento. La comprensión de las disposiciones más importantes del Contrato es absolutamente indispensable para la documentación y negociación exitosa del suplemento y de las confirmaciones.

1. Interpretación

Las reglas de interpretación previstas en la sección 1 del Contrato establecen un orden prioritario para definir inconsistencias entre los tres componentes que lo conforman.⁴⁷ Las reglas son: (i) ante una inconsistencia entre el Texto del Contrato y el suplemento, el suplemento prevalecerá; (ii) ante una inconsistencia entre una confirmación y el Texto del Contrato o su suplemento, la confirmación prevalecerá únicamente en cuanto a la Operación respectiva.

una parte paga a la otra una tasa fija sobre el valor nominal, mientras que la otra parte paga una tasa variable basada en LIBOR sobre el mismo valor nominal. Esto no quiere decir que el riesgo crediticio de las partes sea USD 10 Millones, dicho riesgo será determinado por la diferencia entre los flujos fijos y variables que las partes pagan y reciben recíprocamente. Para una explicación en el medio jurídico colombiano de cómo funciona cada uno de los instrumentos financieros derivados como los swaps de tasa de interés, véase Mendoza (2004) y Varón (2006); para la obra clásica en el ámbito internacional véase Hull (2002).

47 Recordemos que los tres componentes son: (i) el Texto del Contrato Marco, (ii) el suplemento y (iii) las confirmaciones.

La sección 1 del Contrato introduce la noción del “contrato único”, en virtud de la cual las partes acuerdan que los tres componentes del Contrato forman un mismo y único acuerdo que regirá las relaciones entre ellas.⁴⁸ Se trata de una especie de acuerdo sombrilla que “cubre” todas las Operaciones particulares de las partes.⁴⁹ Las partes tendrán entonces una serie de documentos: (i) Texto del Contrato firmado; (ii) suplemento firmado y (iii) muchas (en ocasiones cientos de) confirmaciones, que establecen los términos económicos de cada Operación particular.

La disposición sobre el contrato único encuentra su razón de ser en dos conceptos de vital importancia para la estructura del Contrato: (i) liquidación anticipada (*close-out netting*) y (ii) el *Cherrypicking*. Pasamos a analizar estos conceptos para entender las consecuencias de la noción de contrato único.

1.1. Liquidación anticipada (*Close-Out Netting*)

El concepto del contrato único es la piedra angular de la liquidación anticipada.⁵⁰ La liquidación anticipada se define como “el proceso para la terminación anticipada de las obligaciones y la posterior combinación de valores positivos y negativos para llegar a una única suma neta de pago, bajo un contrato [Marco ISDA] con una contraparte que ha incumplido” (Mengle, 2010).⁵¹ La liquidación anticipada se rige por las disposiciones de la sección 6 del Contrato, y su objetivo es producir una única suma anticipada pagadera a cualquiera de las partes, que sea el resultado de la compensación de todas las Operaciones entre las partes.

Gracias al concepto del contrato único en relación con la liquidación anticipada, todas las operaciones particulares que celebren las partes dependerán las unas de las otras y un incumplimiento bajo alguna de ellas disparará incumplimientos bajo las otras Operaciones cubiertas por el Contrato. La importancia de que todas las Operaciones realizadas bajo un Contrato sean tratadas como un todo, en lugar de como operaciones se-

48 Sección 1(c) del Contrato: “Acuerdo Único. Todas las Operaciones se celebran sobre la base de que el presente Contrato Marco y todas las Confirmaciones integran un acuerdo único entre las Partes [...] de forma tal que de no ser así, las partes no celebrarían ninguna Operación.” En el mismo sentido, la Sección 9(a) del Contrato: “Totalidad del Acuerdo: El presente Contrato constituye la totalidad del Acuerdo y entendimiento de las partes en relación con la materia del mismo y prevalece sobre todas las comunicaciones verbales y escritas previas en relación con ello.”

49 La Sección 9(e)(ii) del Contrato establece que las Confirmaciones escritas al contrato serán suficientes como elementos probatorios para acreditar que se ha celebrado un suplemento válido y obligatorio al Contrato. Cada Confirmación contiene los términos comerciales de cada operación particular, los cuales suplementan el contrato marco respectivo. La práctica del mercado ha permitido que en ocasiones las partes pacten *todos* los términos de su relación mediante confirmaciones largas (*Long Form Confirmations*), esto es, sin la necesidad de celebrar un contrato marco.

50 En la sección 6 del Contrato la liquidación anticipada se denomina *Close-Out Netting*. Para los efectos de este artículo nos referiremos a “liquidación anticipada”, la cual no debe confundirse con la compensación de operaciones individuales bajo condiciones normales en cada fecha de pago (*Set-Off*), prevista por la sección 2(c) del Contrato, ni con el acuerdo contractual para facilitar la Compensación de todas las Operaciones entre las partes (*Netting*). (Véase Fradique-Méndez, 2008).

51 Fradique-Méndez (2008, p. 128), define la liquidación anticipada como: “una clase de acuerdo de compensación o ‘neteo’ por medio del cual las partes acuerdan que, en caso de que se presente un evento de incumplimiento, los plazos a los que se encontraban sujetas las obligaciones de ambas partes se darán por terminados, y las obligaciones serán valoradas y compensadas o ‘neteadas’”.

paradas, ha sido resaltada por ISDA como uno de los elementos más importantes en la reducción del riesgo crediticio de contraparte (ISDA, s. f.).

1.2. *Cherrypicking*

El concepto de contrato único también permite evitar lo que en los mercados se conoce como el *cherrypicking*⁵² por parte de un agente liquidador de una de las partes en un evento de insolvencia. La práctica del *cherrypicking* en un contexto de insolvencia o liquidación, es aquella en la que el liquidador o interventor de una entidad o compañía en estado de insolvencia, solamente pagará o exigirá que se hagan efectivas aquellas operaciones que son beneficiosas para la entidad o empresa (aquellas en las que tendría ganancias), negándose a su vez a pagar o hacer efectivas aquellas transacciones que no son beneficiosas para la entidad o empresa (aquellas en las que tendría pérdidas).⁵³

La solución que trae el Contrato es que si todas las Operaciones forman parte integral de un mismo y único contrato, y si la liquidación anticipada de estas produce una única suma pagadera resultante de su compensación, el liquidador o interventor de una entidad o compañía en insolvencia no podrá escoger cuáles operaciones desea cumplir y cuáles no. De esta forma se pro-

tege a la contraparte que no está en insolvencia pues todas las operaciones serán compensadas resultando en una única suma pagadera.

2. Obligaciones

La sección 2 del Contrato contiene las principales obligaciones de pago o entrega⁵⁴ de las partes en condiciones normales; esto es, el monto neto a ser pagado en cada fecha de pago, siempre que no haya ocurrido un incumplimiento de alguna de las partes.⁵⁵ Este proceso se conoce en el mercado como *set-off*.⁵⁶

Bajo la compensación,⁵⁷ en cada fecha de pago, todas las sumas debidas entre las partes serán

54 Recordemos que los instrumentos financieros derivados pueden ser: (i) de cumplimiento efectivo (*delivery*), definidas como aquellas en las que las partes acuerdan que el cumplimiento se realizará con la entrega del subyacente o (ii) de cumplimiento financiero (*non-delivery*), aquellas en las que las partes acuerdan que su liquidación y cumplimiento se realice efectuando un neteo (liquidación) sobre los montos adeudados y un pago sobre el monto neto final, y no por medio de entrega de subyacente alguno (véase CFA Institute, 2010). Es por eso que en esta ocasión hemos hablado de la *entrega* o el *pago* como la principal obligación de las partes bajo el Contrato.

55 Recordemos que cuando ha habido un evento de incumplimiento las partes pueden llevar el Contrato y todas sus Operaciones al terreno de la liquidación obligatoria.

56 Fradique-Méndez (2008, p. 129) lo define como: “el mecanismo por medio de la (sic) cual las obligaciones de dos partes que son deudoras y acreedoras de manera recíproca se extinguen hasta el monto de la menor”. En este texto lo llamaremos “compensación por fuera de la liquidación obligatoria” o simplemente “compensación”, siendo este su uso común en los mercados financieros locales, por lo cual lo podemos asemejar a la institución propia de la familia jurídica romano germánica de la compensación de obligaciones (véase, en Colombia, los artículos 1714 y siguientes del Código Civil).

57 La reglamentación cambiaria colombiana permite a los residentes “[c] ompensar la liquidación de las obligaciones generadas por la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados pactados con una misma contraparte en el mercado mostrador y hacer efectivas las garantías que hayan sido constituidas para el cumplimiento de dichas operaciones, bajo las condiciones que se hayan acordado o establecido en los respectivos contratos marco para la realización de instrumentos financieros derivados” (Banco de la República. Circular 144 de 2010, numeral 3.3).

52 El diccionario electrónico Merriam-Webster de la Enciclopedia Británica define el término en general (fuera del contexto financiero), como la acción de “seleccionar lo mejor o lo más deseable”.

53 Un ejemplo de esta práctica bajo la legislación financiera colombiana se encuentra en el artículo 291 Numeral 15 del Decreto 663 de 1993, al disponer que “[l]a toma de posesión y en general los procesos concursales no impedirán cumplir las operaciones realizadas por la entidad o por cuenta de ella en el mercado de valores *cuando ello sea conveniente para la misma*”.

compensadas para producir una única suma pagadera entre ellas, *siempre y cuando* dichas sumas: (i) estén denominadas en la misma moneda, (ii) correspondan a una misma operación⁵⁸ y (iii) sean pagaderas en la misma fecha.

Por otro lado, la sección 2(a)(iii) del Contrato establece que los pagos bajo dicho instrumento se encuentran sujetos a una serie de condiciones precedentes entre las que se encuentran: (i) que no se haya configurado un evento de incumplimiento, (ii) que no se haya establecido una fecha de terminación anticipada y (iii) cualquier otra condición precedente aplicable a elección de las partes.⁵⁹ En el evento descrito en (i), una de las partes puede válidamente negarse a efectuar los pagos debidos en una fecha de pagos cuando la otra parte esté inmersa en una causal de incumplimiento, figura que podríamos asemejar a la excepción de inejecución del derecho civil (artículo 1609 del Código Civil colombiano).

La sección 2(a)(iii) también permite retener la compensación en condiciones normales, cuando quiera que se designe una fecha de terminación anticipada, caso en el cual las partes entrarán al complicado terreno de la liquidación anticipada de la sección 6 del Contrato. Esta dis-

posición es bastante importante, precisamente porque las partes pueden pasar de una situación de pagos normales (compensación por fuera de la liquidación obligatoria establecida en la sección 2(a) del Contrato), al terreno de la liquidación anticipada por un evento de incumplimiento o por un evento de terminación anticipada (establecida en la sección 6 del Contrato), los cuales analizamos en el siguiente aparte.

3. Eventos de incumplimiento y eventos de terminación

En el Contrato, la sección 5(a) contiene ocho eventos de incumplimiento⁶⁰ y la sección 5(b) cinco situaciones distintas que dan lugar a un evento de terminación anticipada.⁶¹ Los eventos de incumplimiento y eventos de terminación permiten a la parte que no es la parte incumplida (bajo el evento de incumplimiento) o que no es la parte afectada (bajo el evento de terminación) designar una fecha de terminación temprana y efectuar una liquidación anticipada de las Operaciones que se realizan bajo el Contrato.

Cuando exista un evento (de incumplimiento o de terminación) que altere sustancialmente el

58 Como lo veremos en la sección III.A.3 de este texto, es muy común que las partes decidan excluir esta condición con el objetivo de que no sean solamente compensadas aquellas sumas debidas bajo la misma operación, sino que puedan compensarse, en cada fecha de pago determinada, las sumas debidas bajo distintas transacciones. Este es un ejemplo claro de cómo las partes, en el suplemento, pueden modificar el Texto del Contrato Marco para ajustarse a sus propósitos y necesidades particulares.

59 Un ejemplo de estas puede ser la renuencia de alguna de las partes a proporcionar alguna garantía real o personal (*credit support*), en los términos acordados.

60 Los eventos de incumplimiento son: 1. Incumplimiento en los pagos o en la entrega de los bienes; 2. Incumplimiento y/o repudiación del contrato; 3. Incumplimiento de garantías; 4. Falsedad o error en las manifestaciones; 5. Incumplimiento en relación con transacciones específicas; 6. Incumplimiento cruzado; 7. Insolvencia; y 8. Fusión sin asunción de obligaciones. Para una descripción detallada de estos véase ISDA (1993 y 2003). Para un resumen en español véase Fradique-Méndez (2008).

61 Estos eventos son: 1. Ilegalidad; 2. Fuerza Mayor; 3. Eventos tributarios; 4. Evento tributario por fusión; y 5. Evento de crédito por fusión. Además de estos eventos de terminación el Contrato incluye la posibilidad de que las partes puedan pactar eventos de terminación adicionales.

equilibrio económico de las Operaciones o el perfil de riesgo de su contraparte, la parte cumplida o no afectada puede terminar el Contrato y compensar los montos adeudados por las partes, *antes* de la fecha original de vencimiento de la, o las Operaciones.⁶²

En general, un evento de incumplimiento surgirá por la culpa de o será atribuible a una de las partes, mientras que un evento de terminación responde a una situación, en ocasiones, por fuera del control de la parte que lo sufre (Harding, 2010). Por ejemplo, el evento de incumplimiento por excelencia es el no pago de los montos adeudados por una de las partes en las fechas de pago de las Operaciones (sección 5(a) (i) del Contrato), mientras que un ejemplo de un evento de terminación será un cambio en la legislación aplicable a una de las partes, posterior a la celebración del Contrato, que convierta en práctica ilegal para dicha parte la realización de nuevas Operaciones sobre derivados (sección 5(b)(i) del Contrato).

Una particularidad del Contrato frente a otros contratos que instrumentan operaciones financieras o dinerarias es que los eventos de incumplimiento y eventos de terminación son recíprocos, en el sentido que pueden dispararse por actuaciones atribuibles a o situaciones que se predicen de ambas partes. Dichas actuaciones o situaciones serán las mismas, independiente-

mente de la parte sobre la que recaigan, pues cualquiera de las dos partes del contrato puede ser acreedora o deudora en cualquier momento, e incluso, es común que las partes sean a la vez acreedoras y deudoras recíprocamente bajo distintas Operaciones que se rigen por el mismo Contrato.

No nos detendremos aquí en el detalle de los eventos de incumplimiento y terminación, en su funcionamiento ni en sus consecuencias, pues estos son temas que ya han sido ampliamente discutidos en la literatura internacional (Gengatharen, 2001; Harding, 2010) y han sido descritos en el ámbito colombiano (Fradique-Méndez, 2008; Arias, 2012). Baste resaltar aquí dos particularidades adicionales sobre los eventos de incumplimiento y eventos de terminación en el Contrato.

La primera es que la parte cumplida en una Operación tiene otras salidas distintas de la terminación y liquidación anticipada de todas las Operaciones. La parte cumplida bajo el Contrato podrá también retener los pagos debidos bajo una Operación a su contraparte incumplida.⁶³ Esto es especialmente importante cuando un evento de incumplimiento *pueda potencialmente* ocurrir (definido bajo el Contrato como el *Potential Event of Default*). De esta forma obtiene un remedio parcial, menos extremo que la liquidación anticipada de todas las Operaciones.

La segunda particularidad es que, por regla general, en los eventos de incumplimiento y termi-

62 La reglamentación cambiaria colombiana permite a los residentes “[p]actar, en eventos de terminación anticipada e incumplimiento, la extinción del plazo, la liquidación anticipada y la extinción de las obligaciones por el mecanismo de compensación, y hacer efectivas las garantías constituidas para el cumplimiento del saldo neto resultante, siempre que así lo hayan estipulado las partes en el contrato marco” (Banco de la República. Circular 144 numeral 3.3.).

63 Sección 2(a)(iii) del Contrato.

nación se afectan todas las Operaciones entre las partes. Sin embargo, algunos eventos de terminación tienen la particularidad de afectar solamente algunas de las Operaciones entre las partes permitiendo así la liquidación anticipada de estas, mientras que las que no han sido afectadas pueden continuar ejecutándose normalmente. Estos eventos de terminación, escasos en la práctica, son los relativos al cambio de normas que harán ilegal las operaciones de algunos derivados.

4. Terminación anticipada

Habiendo ya analizado en la sección II.B.1 las bondades de la liquidación anticipada de las Operaciones ante un evento de incumplimiento o un evento de terminación, será suficiente aclarar aquí que la parte que no es la incumplida o la afectada por el evento de terminación puede designar una fecha de terminación anticipada (*Early Termination Date*), para realizar la compensación y la liquidación anticipada. Sin embargo, cada situación tendrá un efecto distinto en la manera de terminar los contratos pues “los efectos de la terminación anticipada de transacciones varían dependiendo del evento que le dio origen” (Fradique-Méndez, 2008, p. 16).⁶⁴

Por otro lado, los pagos que sean debidos bajo el cálculo de la suma neta de las Operaciones incluirán una indemnización por el daño que ha sufrido la parte cumplida del Contrato al verse obligada a terminar las Operaciones anticipada-

mente (Harding, p. 87). Adicionalmente, el método de cálculo de la suma de liquidación anticipada varía entre la versión 1992 y la versión 2002 del Contrato. El Contrato 1992 posibilita a las partes elegir entre la cotización de mercado (*Market Quotation*) y pérdida (*Loss*), para efectuar el cálculo, mientras que en la versión 2002 se incluye el método del monto de cierre definitivo (*Close-Out Amount*), que remplaza los dos métodos posibles bajo la versión 1992. Por último, la versión 1992 del Contrato tiene dos métodos de pago denominados primer y segundo método, a elección de las partes en el suplemento del Contrato, mientras que la versión 2002 eliminó el primer método, aplicando el segundo sin necesidad de pacto expreso de las partes en el suplemento.⁶⁵

III. DOCUMENTACIÓN Y NEGOCIACIÓN DEL SUPLEMENTO AL CONTRATO

Según hemos visto, el Contrato está construido como el acuerdo de voluntades entre las partes sobre los pagos, representaciones, obligaciones, eventos de incumplimiento, eventos de terminación anticipada, disposiciones para la terminación anticipada y métodos de cálculo de pagos ante una terminación anticipada, entre otros que habrán de regir todas sus Operacio-

⁶⁴ Harding (2010) y Fradique-Méndez (2008) presentan una descripción detallada de la terminación anticipada.

⁶⁵ Véase la sección III.A.4 abajo, para una discusión somera de las consecuencias de la terminación anticipada en el suplemento. Una descripción detallada de los métodos de cálculo del monto a liquidar anticipadamente, así como los métodos de pago en las versiones 1992 y 2002 del Contrato puede encontrarse en Harding (2010, pp. 87-110) y Fradique-Méndez (2008, pp. 18-21) los cuales no trataremos aquí puesto que ya han sido descritos con suficiente detalle por estos autores.

nes (ISDA, 1993). El suplemento es un anexo del Texto del Contrato donde las partes pueden hacer las elecciones y efectuar las modificaciones que consideren pertinentes.⁶⁶

En esta sección analizaremos únicamente aquellas elecciones y modificaciones al Texto del Contrato que tienen que ver con la terminación de este. Como vimos arriba, las disposiciones sobre terminación (sección 5 del Contrato) son tal vez las más importantes del Contrato y son las que más arduamente se negocian por las partes (Bender, 2011). El suplemento, en su parte 1, permite a las partes efectuar varias elecciones y modificaciones importantes en materia de terminación, así como hacer elecciones y modificaciones sobre otras materias del Contrato,⁶⁷ sin embargo, por la importancia del tema y por la profundidad del análisis requerido, en este texto solamente discutiremos las disposiciones sobre terminación que contiene el suplemento al Texto del Contrato.

El punto de la negociación sobre las disposiciones de terminación del Contrato se basa en determinar qué parte puede darlo por terminado anticipadamente, en cuáles situaciones y bajo qué condiciones. La idea es que cada parte busque terminar el Contrato cuando alguna circuns-

tancia que afecta a su contraparte (o alguna entidad cercana a esta) ha modificado los fundamentales económicos de las operaciones, variando de esta forma el riesgo crediticio que se está asumiendo al continuar Operaciones bajo el Contrato (Bender, 2011).

En términos prácticos, generalmente la Parte A proporcionará a la Parte B su versión del suplemento para sus comentarios y modificaciones. En el mejor de los casos las partes negociarán las distintas elecciones y modificaciones contenidas en el suplemento, sin embargo, la experiencia ha mostrado que muchas veces la Parte B acepta prácticamente todo el anexo propuesto por la Parte A sin negociarlo. Como es de esperarse, la Parte A incluirá disposiciones que le son ampliamente favorables cuando se las compara con las de su contraparte. Es por ello que los negociadores deben tener un conocimiento previo sobre las disposiciones del Contrato y sobre las elecciones del suplemento.

Este texto pretende servir de guía a los abogados negociadores de las partes que quizás no cuenten con la experiencia o los recursos (de información financiera o de infraestructura negociadora) de sus contrapartes internacionales. La idea es, entonces, nivelar el campo de juego en la documentación y negociación de instrumentos financieros derivados transfronterizos OTC.

A continuación se describen las materias más importantes sobre las disposiciones de terminación en el suplemento, su interrelación con el Texto del Contrato, y se presentan las estra-

66 Los cambios que quieran hacer las partes al Contrato nunca se harán directamente sobre el Texto del Contrato pues sería extremadamente engorroso efectuar una negociación de la documentación bajo estos términos. La posibilidad de hacer las elecciones y modificaciones en el suplemento proporciona enormes ventajas de practicidad y certeza a las partes.

67 Estas elecciones adicionales son: representaciones y manifestaciones de las partes en materia de impuestos (parte 2), acuerdos sobre la entrega de documentos (parte 3), misceláneos (parte 4), otros acuerdos (parte 5) y transacciones sobre cambio de moneda (parte 6).

tegias o fórmulas comunes de negociación en materia de terminación del Contrato.

A. Disposiciones sobre terminación

La parte 1 del suplemento permite a las partes efectuar las elecciones y modificaciones deseadas en materia de terminación del Contrato. Esta parte está íntimamente relacionada con las secciones 5(a), 5(b) y 6 del Contrato analizadas arriba. La parte 1 del suplemento es la más negociada por las partes, puesto que las modificaciones a esta parte afectan todas las Operaciones bajo el Contrato y serán determinantes para la distribución de cargas y responsabilidades, así como para la definición de quién puede terminar anticipadamente el Contrato y bajo qué condiciones.

1. Garante (*credit support provider*)

El Contrato contiene algunos eventos de incumplimiento y de terminación anticipada que pueden ser generados no solamente por actuaciones o situaciones atinentes a las dos partes del contrato (Parte A y Parte B), sino por actuaciones o situaciones relacionadas con terceras partes ajenas a la relación contractual. Estas terceras partes son las entidades específicas (*Specified Entities*) y los garantes. En esta sección (III.A.1) trataremos los garantes y en la siguiente (III.A.2) analizaremos las entidades específicas.

El término garante aplica a cualquier persona o entidad que proporcione una garantía en

nombre de una de las partes, es decir, un tercero que entregará una garantía real o personal como medio para asegurar la obligación de una de las partes del Contrato.⁶⁸ La entrega o el otorgamiento de dicha garantía se instrumenta en un documento de garantía crediticia (*Credit Support Document*).⁶⁹

Cada parte, tras un análisis de la solvencia crediticia de su contraparte, podrá exigirle la inclusión de una o varias entidades como garantes, o podrá determinar que no es necesario incluir ninguna. Hemos iniciado el análisis de las elecciones sobre terminación del suplemento con el garante, pues el Contrato incluye algunos importantes eventos de incumplimiento que pueden ser disparados por acciones u omisiones de los garantes. En este sentido, el papel de los garantes, bajo el Contrato, no se limita simplemente a constituir una garantía real o personal a favor de una de las partes y a suscribir el documento de garantía crediticia; en este marco la suerte de la relación contractual entre las partes se encuentra atada a ciertos eventos de incumplimiento y de terminación que pueden predicarse no solo de las partes A y B sino también de cualquiera de sus garantes.

68 Naturalmente, el paralelo con nuestro derecho de estirpe romano germánica será el artículo 65 del Código Civil colombiano.

69 El documento de garantía crediticia (generalmente *Credit Support Annex* según la ley de Nueva York) puede ser un anexo al Contrato o un contrato independiente (*Credit Support Deed* en la ley inglesa) que contendrá los términos y condiciones sobre las garantías que se deban otorgar las partes mutuamente en diversos momentos de la relación contractual y dependiendo de las variaciones de los índices subyacentes. Es un documento complejo que contiene importantes consecuencias para la relación de las partes bajo el Contrato. La extensión del tema y la profundidad con la que debe ser tratado el documento de garantía crediticia no permiten que sea analizado en este texto y deberá postergarse para otra ocasión.

El primer evento de incumplimiento donde encontramos a los garantes como actores relevantes es el incumplimiento bajo el soporte de crédito (*Credit Support Default*),⁷⁰ que se dispara cuando se incumple un documento de garantía crediticia por parte de cualquiera de las partes o por parte de sus garantes. Por ejemplo, podría suceder que el garante de la Parte B, la compañía C, incumpla el documento de garantía crediticia al no proporcionar los fondos que constituyen la garantía en los términos estipulados. En este caso la Parte A, como contraparte de la Parte B, puede terminar anticipadamente el Contrato.

Este tema es importante para las partes pues deberán cuidar que sus garantes no incumplan el documento de garantía crediticia, puesto que ello podría resultar en una causal para la terminación anticipada del Contrato y la consecuente liquidación anticipada de todas las Operaciones cobijadas por este.

El segundo evento de incumplimiento⁷¹ donde es relevante el garante es ante la falsedad o inexactitud importante de alguna de las declaraciones y representaciones en el Contrato o en el documento de garantía crediticia, por una de las partes o por su garante, respectivamente.⁷² En el derecho anglosajón la falsedad,

la inexactitud o el error sobre una representación se conocen como *misrepresentation*. No es este el lugar para efectuar un análisis exhaustivo de las declaraciones y representaciones y del *misrepresentation*;⁷³ bastará para efectos de este texto mencionar dos puntos importantes sobre el Contrato: (i) cuando un garante hace una representación en el documento de garantía crediticia que resulta ser falsa, errónea o inexacta en cierto nivel de importancia o materialidad, la contraparte del Contrato podrá terminarlo anticipadamente y llevar todas las Operaciones a liquidación anticipada; y (ii) las representaciones y manifestaciones bajo el Contrato, a pesar de ser plasmadas en el texto de este al momento de su firma, son *repetidas* por las partes en cada fecha que se realice una Operación.⁷⁴

Los siguientes tres eventos de incumplimiento⁷⁵ donde aparece el garante bajo el Contrato serán analizados en la siguiente sección (III.A.2), donde se describe el significado de las entidades específicas. En efecto, dichos eventos de incumplimiento podrán ser disparados tanto por los garantes como por las entidades específicas, por ello serán analizados conjuntamente. Sin embargo, antes de entrar en detalle sobre las

70 Sección 5(a)(iii) del Contrato.

71 Sección 5(a)(iv) del Contrato.

72 Las representaciones y manifestaciones (*Representations and Warranties*) son cláusulas comunes en el ámbito legal anglosajón, definidas como "declaraciones de hecho efectuadas en el contrato por una parte a la otra parte en un punto en el tiempo. Su propósito es crear una 'fotografía' de ciertos hechos que son importantes para la decisión de celebrar una transacción" (Fox, 2008, p. 9).

73 Para un análisis detallado en el contexto de los contratos de préstamo, véase Dublin & Laney (2002). Para un análisis de la adopción de las representaciones y manifestaciones en la tradición jurídica del derecho civil, véase Zuleta (2009).

74 En el mundo anglosajón se le conoce como las *representation bring downs* y significa que en ciertas fechas designadas por las partes (en el contexto del Contrato, cada fecha en la que se realice una Operación) las partes repiten las representaciones y manifestaciones. Esto las hace "vigentes" en el tiempo. Véase Fox (2008, p. 14).

75 5(a)(v) incumplimiento bajo una operación específica, 5(a)(vi) incumplimiento cruzado y 5(a)(vii) liquidación (insolvencia).

causales de incumplimiento debemos introducir el concepto de dichas entidades.

2. Entidades específicas

Como hemos visto, ciertos eventos de incumplimiento y de terminación anticipada pueden ser generados por actuaciones o situaciones relacionadas con terceras partes ajenas a la relación contractual: los garantes y las entidades específicas.

La sección 14 del Texto del Contrato no ofrece una definición sobre estas entidades, simplemente remite al significado que establezcan las partes en el suplemento. La parte 1(a) del suplemento proporciona un espacio para que las partes incluyan aquellas compañías que serán entidades específicas para cada una, cuando ocurran ciertos eventos concretos de incumplimiento y de terminación anticipada.

El objetivo que persiguen las partes con la inclusión de las entidades específicas es atraer aquellas compañías relacionadas con la contraparte que, por su importancia para el grupo empresarial (por ejemplo la matriz o la compañía operativa con los mayores activos del grupo) y por su cercanía, afectarían considerablemente el negocio o la capacidad de pago de esta en caso de ocurrir un evento de incumplimiento sobre alguna de dichas entidades específicas (Harding, 2010).⁷⁶ Este punto se aclara al anali-

zar los eventos de incumplimiento y terminación relacionados con las entidades específicas.

En las próximas líneas analizaremos la importancia de las entidades específicas en relación con los eventos de incumplimiento, y más abajo nos referimos a su interacción con un evento de terminación. Los tres eventos de incumplimiento son: (i) incumplimiento en relación con transacciones específicas, (ii) incumplimiento cruzado y (iii) insolvencia.

2.1 Incumplimiento en relación con transacciones específicas (*Default under Specified Transaction*)⁷⁷

Para analizar la importancia de las entidades específicas en relación con este evento debemos primero dedicar unas líneas a explicarlo.

El evento de incumplimiento bajo transacciones específicas tiene una definición compleja en la sección 14 del Contrato,⁷⁸ en todo caso puede

ficiente a la solicitud de inclusión de entidades específicas por parte de su contraparte. Lo anterior dado que la presunción descrita arriba solamente va a ser cierta en caso de que la suerte crediticia de la contraparte (a quien se pide que incluya entidades específicas) en efecto dependa de sus compañías relacionadas, lo cual no siempre será cierto.

77 Sección 5(a)(v) del Contrato.

78 Encontramos una diferencia entre las versiones 1992 y 2002 del Contrato, ya que la versión 2002 contiene un listado más amplio de los tipos de transacciones específicas frente a la versión 1992. En efecto, la versión 2002 del Contrato introduce productos adicionales tales como derivados de crédito, derivados sobre el clima, forwards de valores o commodities. Véase la definición en la sección 14 de ambas versiones del Contrato. Es importante resaltar acá que la normatividad colombiana sobre derivados transfronterizos limita las posibilidades de un residente para celebrar algunas de estas operaciones de derivados exóticos o de crédito. Actualmente, la Resolución Externa 8 del 2000, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República (Resolución 8) y la Circular 144 en materia de derivados financieros solamente permiten operaciones sobre tasa de cambio, tasa de interés e índices accionarios. Sobre el concepto de derivados exóticos en el ámbito lo-

76 La presunción subyacente es que un incumplimiento por parte de una entidad específica es indicio de que eventualmente la parte contratante no va a poder cumplir sus obligaciones bajo el Contrato (Bender, 2011, p. 22). Como lo veremos adelante al discutir la estrategia de negociación, el negociador siempre debe buscar una justificación su-

resumirse como: el incumplimiento de cualquier operación de derivados *otc* (de aquellas listadas en la definición) que sea celebrada entre cualquiera de las siguientes: (i) las dos partes del Contrato; (ii) una de las partes del Contrato y una entidad específica o garante de la otra parte; o (iii) cada una de las entidades específicas o garantes de las dos partes entre sí, siempre que dicha operación de derivados *otc* este regida por un acuerdo *distinto* al Contrato que celebran las partes.⁷⁹ Las partes pueden modificar la definición de operaciones específicas en la parte 1(b) del suplemento. De esta forma podrán ampliar o reducir las transacciones que incluye para efectos de ampliar o reducir el ámbito de aplicación de este evento de incumplimiento.

Un ejemplo simplificado ayuda a entender la importancia de las entidades específicas en este evento de incumplimiento:⁸⁰ supongamos que la Parte A y la Parte B han celebrado un Contrato y han establecido en la parte 1(b) del suplemento que la entidad específica de la Parte B será su matriz llamada C.⁸¹ C y la Parte A han celebrado otras operaciones de derivados que nada tienen

que ver con la Parte B (ni con su Contrato con la Parte A) y que están instrumentadas en otro contrato marco ISDA distinto. En caso de que C incumpla dicha operación con A y haya una terminación anticipada de esta, la Parte A podrá declarar incumplido el Contrato con la Parte B, y liquidar las Operaciones bajo dicho Contrato con B anticipadamente. De esta forma vemos cómo la actuación de un tercero, ajeno a la relación del Contrato, pero vinculado a alguna de sus partes, puede generar la terminación anticipada del Contrato por operación de su inclusión como entidad específica.⁸²

En la práctica, algunas entidades exigirán que no solamente los incumplimientos de su contraparte con ellas disparen este evento de incumplimiento, sino que podrán incluir que cualquier incumplimiento contractual de su contraparte (o de su entidad específica o garante), con cualquier otro tercero, genere este incumplimiento.⁸³ Esta disposición tiene como efecto ampliar las posibilidades de declaración de incumplimiento y liquidación anticipada de las Operaciones bajo el Contrato.

Debe tenerse en cuenta que la terminación o liquidación anticipadas en relación con las en-

cal véase el numeral 5.2 del Capítulo XVIII de la Circular 100.

79 La importancia del evento de incumplimiento bajo transacciones específicas es explicada por Harding (2010, p. 63): "Este evento de incumplimiento es muy importante por cuanto impacta a las partes bajo el Contrato si ocurre un incumplimiento bajo derivados *otc* entre ellos [o sus entidades específicas o garantes] por fuera del Contrato, actuando así como un sistema de alerta temprana. En otras palabras, tiene un impacto directo en el riesgo crediticio de las partes en el sentido de que si hay un incumplimiento en transacciones de derivados entre ellas [o sus entidades específicas o garantes] por fuera del Contrato, probablemente pronto ocurrirá un incumplimiento bajo el Contrato también".

80 Este ejemplo aplica igualmente para las entidades incluidas como garantes por las partes del Contrato.

81 Nótese que C no es parte del Contrato.

82 Es importante tener en cuenta que el incumplimiento en relación con transacciones específicas no contempla el umbral (*Threshold*), concepto que será explicado en la sección III.A.2 abajo. El incumplimiento en relación con transacciones específicas ha sido llamado el "incumplimiento cruzado de los derivados" (véase ISDA, 2003).

83 Por ejemplo: la Parte A exige a la Parte B modificar la definición del incumplimiento de operaciones específicas para incluir cualquier incumplimiento de la Parte B con cualquier tercero. De esta forma, si la Parte B (o su matriz C retomando el ejemplo anterior) incumplen cualquier Operación bajo cualquier contrato marco con un tercero distinto de la Parte A, la Parte A podrá llevar su Contrato con la Parte B a liquidación anticipada.

tidades específicas es de doble vía. Esto implica que cuando una de las partes del Contrato incumple una operación específica con una entidad específica de su contraparte, también habrá un incumplimiento bajo el Contrato.⁸⁴ Esta situación es distinta a la explicada arriba, mediante la cual el incumplimiento de la entidad específica bajo una operación específica da lugar a que la parte afectada pueda terminar el Contrato.

Un último punto sobre el incumplimiento en relación con transacciones específicas es que, en la práctica, algunas partes querrán evitar lo que se ha descrito como un “colapso inadvertido de todas sus relaciones contractuales” (ISDA, 2003), el cual puede suceder en ciertos casos por esta especie de incumplimiento cruzado, pues una terminación o un incumplimiento en una Operación puede causar un “efecto dominó” disparando terminaciones anticipadas en todos sus contratos. Esta situación se ha evitado en la práctica por medio de tres estrategias: la primera es una disposición del Texto del Contrato que establece un período de gracia de tres días hábiles locales para remediar el evento de incumplimiento respecto de cualquier transacción de derivados etc que no disponga de un período de gracia;⁸⁵ la segunda es la muy común inclusión en el suplemento de una disposición tendiente a excluir

los “incumplimientos técnicos”⁸⁶ resultantes de errores administrativos, errores de (*back office*) o dificultades similares, siempre y cuando sean remediados dentro de un período razonable;⁸⁷ y la tercera es la exclusión de lo que se ha llamado en el mercado *mini-close-outs*, que son liquidaciones anticipadas bajo otros contratos marco instrumentando varias operaciones entre las partes.⁸⁸

2.2 Incumplimiento cruzado

El segundo evento de incumplimiento en el que aplican las entidades específicas (y los garantes) es el incumplimiento cruzado (*Cross Default*).⁸⁹ Para explicar la importancia de las entidades específicas en relación con este evento de incumplimiento debemos primero dedicar algunas líneas a analizarlo.

84 Por ejemplo: las Partes A y B designan como entidades específicas respecto de la Parte B a todas sus afiliadas. Cuando la Parte A incumpla una operación específica, por ejemplo con la matriz de la Parte B, la Parte B puede terminar el Contrato y liquidar anticipadamente las Operaciones.

85 En la versión 2002 del Contrato esta disposición se ha eliminado en algunos eventos y se ha reducido a un día para el caso de incumplimientos de no pago.

86 En la práctica contractual anglosajona se conoce como *technical defaults* aquellos incumplimientos que no se dan en las principales obligaciones del contrato, como hacer los pagos debidos en las fechas estipuladas, sino por cuestiones técnicas o administrativas, como no proporcionar los estados financieros propios a la contraparte dentro del término previsto para ello.

87 “Incumplimientos en el pago o entrega que sean de naturaleza administrativa o que sean producto de errores de procedimiento generalmente no están relacionados con la solvencia crediticia de una parte y no deberían resultar en un Evento de Incumplimiento bajo el Contrato Marco ISDA” (Bender, 2011, p. 25).

88 Piénsese, por ejemplo, en liquidaciones anticipadas bajo repos o transferencias temporales de valores de ciertas transacciones pequeñas instrumentadas en un contrato marco (el estándar de la industria es el GMRA: *Global Master Repurchase Agreement*). En este caso, las partes al Contrato podrán establecer que un incumplimiento en relación con transacciones específicas solamente podrá ser declarado cuando sean liquidadas todas las transacciones bajo el GMRA. En efecto, la versión 2002 del Contrato incluyó una disposición a este efecto por solicitud de muchos de los jugadores de los mercados financieros (ISDA, 2003).

89 Sección 5(a)(vi) del Contrato.

El incumplimiento cruzado es bastante común en contratos financieros tales como aquellos que instrumentan préstamos de dinero. Se trata de un evento de incumplimiento bajo un contrato, el cual se dispara cuando una de las partes de ese contrato incumple alguna obligación instrumentada en otro contrato distinto y con otra parte diferente.⁹⁰ En el contexto del Contrato ha sido descrito como “un incumplimiento o evento similar en relación con un contrato o instrumento financiero que implique o derive en un endeudamiento para una de las partes, o cuando haya un incumplimiento en relación con un pago que es exigible en relación con un contrato o instrumento financiero, después de su notificación o de la expiración del periodo de gracia.” (Fradique-Méndez, 2008, p. 14).

Este evento de incumplimiento es más amplio que el discutido anteriormente bajo transacciones específicas, pues se predica no solamente de las transacciones de derivados otc entre las partes (o sus entidades específicas o garantes), sino de cualquier transacción mediante la cual los anteriores hayan adquirido *endeudamiento* con *terceros*.

Hay tres situaciones que diferencian el incumplimiento cruzado bajo el Contrato, de otros contratos generalmente utilizados en la prestación de servicios financieros: (i) las partes deben pactarlo explícitamente en la parte 1(c) del suplemen-

to; (ii) se puede predicar de un amplio rango de acuerdos que instrumenten endeudamiento incluyendo aquellos denominados endeudamiento específico (*Specified Indebtedness*), concepto definido en la sección 14 del Contrato y que las partes pueden modificar ampliando o reduciendo los tipos de operaciones que incluye;⁹¹ y (iii) para que sea disparado se requiere que el incumplimiento supere un umbral de dinero (*Threshold Amount*) pactado entre las partes en el suplemento. En este punto debemos explicar el concepto del umbral de dinero por ser central a la determinación sobre si ha ocurrido o no un incumplimiento cruzado bajo el Contrato.

El suplemento permite a las partes pactar si su Contrato incluirá un umbral o no, y de cuánto dinero se trata. Cuando las partes pactan un umbral están determinando que únicamente los incumplimientos cruzados sobre préstamos de dinero que superen el umbral generarán un incumplimiento bajo su Contrato. Por ejemplo, las partes pactan que el umbral con respecto a la Parte B será USD 50.000.000. Si la Parte B (su entidad específica o su garante, según aplique) incumple una obligación de pago por USD 40.000.000 de un préstamo cualquiera con un

90 La idea con el incumplimiento cruzado es evitar que un prestamista se vea forzado a mantenerse inerte esperando a que el prestatario le incumpla su crédito, mientras que otro acreedor de su prestatario persigue sus activos o mientras que el negocio de su prestatario se ve afectado por la terminación o la modificación de otro contrato que tenga (Dubin & Laney, 2002).

91 Endeudamiento específico es definido como: “sujeto a lo que se pacte en el Suplemento, cualquier obligación (sea presente, futura, contingente o de cualquier otra naturaleza, sea por capital o como garantía o de cualquier otra naturaleza) derivada de un préstamo de dinero”, véase sección 14 del Contrato. En este punto vemos claramente la diferencia entre los términos operación específica (*Specified Transaction*) y endeudamiento específico. Según lo vimos, el primero se refiere a Operaciones otc celebradas por las partes del Contrato (o una parte con las entidades específicas o garantes de la otra parte, según aplique), *distintas* de aquellas Operaciones otc reguladas por el Contrato, mientras que el segundo hace referencia a cualquier endeudamiento de una de las partes del Contrato (o una parte con las entidades específicas o garantes de la otra parte, según aplique) y un tercero que actúa como acreedor de dichas obligaciones.

tercero, no habrá un incumplimiento cruzado bajo el Contrato, pero si dicho incumplimiento se da por USD 60.000.000 sí habrá lugar a un incumplimiento cruzado y la Parte A podrá llevar el Contrato a liquidación anticipada.⁹²

El alcance del incumplimiento cruzado puede ser regulado por las partes en el suplemento de varias maneras (ISDA, 1993, 2003). Una de ellas puede ser modificando, en la parte 1(c) del suplemento, la definición de endeudamiento específico que trae la sección 14 del Texto del Contrato, ampliándola para incluir, por ejemplo, leasings financieros o cartas de crédito, o reduciéndola al excluir depósitos de dinero que los bancos parte del Contrato han recibido en virtud del giro ordinario de sus negocios.⁹³ Algunas veces las partes, especialmente la parte que tenga menos exposición crediticia por virtud de operaciones sobre derivados, querrán incluir dentro de la definición de endeudamiento específico los instrumentos financieros derivados para asegurarse que podrán terminar el Contrato cuando quiera que su contraparte incumpla derivados con *terceros*.⁹⁴ Pero la forma más

evidente de modular el incumplimiento cruzado para regular las relaciones entre las partes será aumentando o disminuyendo el umbral. Entre menor sea el umbral mayores probabilidades hay de declarar el incumplimiento cruzado. En ocasiones las partes querrán un umbral cero; esto sucederá cuando la tolerancia de una parte al riesgo crediticio de su contraparte sea reducida (ISDA, 1993).

Otras veces el umbral será definido como un porcentaje del capital suscrito y en circulación de cada una de las partes del Contrato, siendo la práctica general que se pacte en 3%. Sin embargo, muchas veces el tamaño relativo entre las partes va a ser muy disímil, lo que genera una asimetría entre estas, pues respecto de la parte con mayor capital será muy difícil declarar un incumplimiento cruzado por más que el monto sea alto, mientras que sobre la parte con menor capital será más fácil declararlo. Sin embargo, el contraargumento a este punto es que las partes fundamentalmente están trabajando para reducir el riesgo crediticio de contraparte, por lo tanto al atar el umbral al monto relativo de su capital estarán logrando que solamente aquellos incumplimientos por montos relevantes para su tamaño generen un incumplimiento cruzado.⁹⁵

Otra modificación bastante común en los mercados consiste en cambiar incumplimiento cruzado por “aceleración cruzada” (Harding, 2010).

92 Harding (2010), define el umbral como el riesgo de crédito que una parte está preparada para asumir sobre un incumplimiento de endeudamiento de su contraparte, antes de terminar anticipadamente el Contrato y llevar a la liquidación anticipada.

93 Esta exclusión es muy común en los mercados, pues en estricto sentido los depósitos del público en un banco comercial son “obligaciones sobre dinero prestado” y así cabrían en la definición de endeudamiento específico. Por lo tanto, en el evento que por cualquier motivo el banco comercial que sea parte del Contrato no pueda devolver los depósitos que sean exigidos por los clientes (en un monto superior al umbral, el cual recordemos que puede ser cero si así se pacta), se habrá configurado un incumplimiento cruzado bajo el Contrato.

94 Recuérdese que esta situación es distinta de aquella sobre incumplimiento de operaciones específicas pues estas se refieren a otras operaciones de derivados entre las partes y no frente a terceros.

95 Para efectos prácticos, el umbral que cada parte exija de su contraparte es determinado, en cada caso, por el departamento de crédito o de riesgos de la respectiva entidad y varía según se trate de contrapartes con mayor o menor solidez crediticia. En este evento el abogado debe trabajar conjuntamente con el área de riesgos de su institución.

Un ejemplo simplificado nos permite ver la diferencia con claridad: las partes han pactado la aplicación de un incumplimiento cruzado de cualquier endeudamiento de la Parte B. Cuando la Parte B *incumpla* una obligación de dinero con su acreedor C, la Parte A podrá declarar el incumplimiento bajo el Contrato y lo llevará a liquidación anticipada. Por otro lado, cuando las partes modifican el texto de la sección 5(a) (vi) del Texto del Contrato (vía suplemento) para incluir *aceleración* cruzada, no bastará simplemente que la Parte B incumpla su obligación con su acreedor C; es necesario que C tome la decisión de declarar vencido el plazo o acelerar dicha obligación para que se dispare el incumplimiento bajo el Contrato y la Parte A pueda llevarlo a liquidación anticipada. Este proceso atenúa las posibilidades de declarar el incumplimiento cruzado pues no ocurrirá tan pronto la contraparte incumpla su crédito; ahora se requiere que su acreedor declare el plazo vencido o lo acelere.

En este punto debemos hacer referencia a una importante disposición normativa local sobre el incumplimiento cruzado en los derivados otc transfronterizos. Actualmente la regulación de cambios internacionales contiene una disposición cuya interpretación tendrá efectos sobre la posibilidad que tienen los residentes de pactar cláusulas de incumplimiento cruzado en sus derivados transfronterizos. La Circular 144, en su numeral 3.1 dispone que “[e]n las operaciones permitidas se pueden incluir cláusulas referidas a eventos crediticios, *siempre y cuando* se trate del riesgo de cualquiera de las partes del contrato” (énfasis añadido). La norma sujeta la inclu-

sión de cláusulas de eventos crediticios al hecho que estos se refieran a las mismas partes del contrato excluyendo, en principio, la posibilidad de pactar incumplimientos cruzados pues estos se refieren al riesgo crediticio de un tercero.

El riesgo legal está en la forma como las autoridades relevantes puedan eventualmente llegar a interpretar la norma. Una interpretación posible es que el residente colombiano está celebrando un derivado de crédito (*swap* de incumplimiento crediticio o cds) que se encuentra expresamente prohibido por la normativa cambiaria.⁹⁶ Sin embargo, la industria local le ha dado a la norma un alcance distinto de forma tal que no produce un incumplimiento de las normas cambiarias. Bajo esta interpretación las partes deben cuidarse de que ninguna de sus Operaciones se encuentre directamente relacionada con un evento crediticio de un tercero, es decir, las partes deben cuidarse de no decir que el objetivo de la Operación es cubrir el riesgo de crédito asociado a un incumplimiento de un tercero en un contrato. No es este el objeto del Contrato. Por el contrario, la inclusión del incumplimiento cruzado tiene como objetivo mantener la solvencia crediticia del residente colombiano durante el término de duración del Contrato, independientemente de cualquier Operación que se celebre en virtud de este. De acuerdo con esta interpretación, es muy importante hacer énfasis en que el objeto de una cualquiera de las Operaciones no está ligado al riesgo de crédito derivado del incumplimiento de un tercero; el objeto de las Operacio-

96 Numeral 3.2 de la Circular 144 al establecer las características de los CDS autorizados.

nes será distinto, por ejemplo, cubrir el riesgo de cambio (*forward* de divisas), fluctuación en las tasas de interés (operación financiera de *swap* de tasas de interés) etc.⁹⁷

Habiendo explicado el incumplimiento cruzado será más fácil comprender el funcionamiento de las entidades específicas o los garantes en relación con este evento. Cuando las partes pactan en el suplemento que una entidad específica o un garante aplicará respecto de una o ambas partes, el incumplimiento cruzado se podrá predicar no solamente por un incumplimiento de las partes mismas bajo cualquier operación de endeudamiento con un tercero, sino que dicho incumplimiento se activará cuando cualquiera de las entidades específicas o el garante incumplan sus operaciones de endeudamiento con terceros.⁹⁸ Vemos entonces la importancia, una vez más, de definir con sumo cuidado qué entidades relacionadas de cada parte serán entidades específicas o garantes en relación con el incumplimiento cruzado bajo el Contrato.

Por otro lado, el incumplimiento cruzado también es de doble vía respecto a las entidades específicas. Es decir, cuando una de las partes del Contrato caiga en un incumplimiento cruza-

do con una entidad específica de su contraparte, dicha contraparte podrá terminar anticipadamente el Contrato.⁹⁹

Aquí también es común ver que las partes excluyan un evento de incumplimiento generado por un incumplimiento técnico.¹⁰⁰

Un último punto que debemos resaltar es la posibilidad que tienen las partes para establecer, al pactar la existencia de entidades específicas o garantes en relación con el evento de incumplimiento cruzado, que cualquier deuda incumplida de dichas terceras partes computan junto con cualquier deuda incumplida de la parte respectiva para la determinación del umbral. Este punto se ve con claridad en el siguiente ejemplo: las partes pactan un umbral de USD 50.000.000. Pactan también que la entidad específica de la Parte B es su matriz C. Si la Parte B incumple obligaciones de pago bajo créditos con un banco tercero D por un monto de USD 30.000.000, y por otro lado C incumple obligaciones de pago bajo créditos con otro banco tercero E por un monto de USD 21.000.000, en este evento la Parte A, gracias a la sumatoria de los dos montos incumplidos, podrá declarar el incumplimiento cruzado y llevar el Contrato que ha celebrado con la Parte B a liquidación anticipada. La versión 2002 del Contrato incluye esta disposición, por lo tanto cuando sea esta la que se use las

97 Hasta el momento no conozco interpretación alguna dada al asunto por parte de las autoridades competentes. Es un tema de sumo cuidado pues la interpretación de la norma impactará la posibilidad que tienen los residentes colombianos de celebrar estas cláusulas que en ocasiones son fundamentales para una contratación de instrumentos financieros derivados transfronterizos en el OTC.

98 Por ejemplo: las partes han pactado que la entidad específica de la Parte B será su matriz "C". Cuando C incumpla alguna obligación de endeudamiento por encima del umbral (en caso de que se haya pactado) con un tercero, la Parte A podrá declarar el evento de incumplimiento cruzado bajo su Contrato con B y llevarlo a liquidación anticipada.

99 Por ejemplo: las partes han pactado que la entidad específica de la Parte B será su matriz "C". Cuando la Parte A incumpla una operación de endeudamiento que haya adquirido con C, esto permitirá a la Parte B terminar anticipadamente el Contrato con A, y llevarlo a liquidación anticipada.

100 Véase nota 88 arriba.

partes no tendrán que hacer ninguna inserción en este sentido.

2.3. Incumplimiento por insolvencia

El tercer y último evento de incumplimiento en el que aplican las entidades específicas y los garantes es el que se genera por insolvencia.¹⁰¹ Este se explica por sí mismo, a pesar de que la disposición en el Contrato es bastante detallada. Básicamente habrá un evento de incumplimiento cuando una de las partes del Contrato, (su entidad específica o su garante), entre en proceso de insolvencia, sea objeto de toma de posesión, entre en proceso de reestructuración empresarial y, en general, cualquier otro proceso, situación o acuerdo que se pueda clasificar como un evento de insolvencia.¹⁰²

Los negociadores del Contrato deben tener muy claro que la ley de fondo que aplica al contrato (ley del Estado de Nueva York o ley de Inglaterra y Gales), no será la ley aplicable a la insolvencia o quiebra de alguna de sus partes que se encuentre domiciliada en una jurisdicción distinta. Por ejemplo, una Parte A con sede en Nueva York y una Parte B domiciliada en Colombia. En caso que la Parte B entre en un proceso de insolvencia o quiebra, evidentemente será la ley colombiana la que aplique en dicho proceso, y de manera muy importante, será la ley que permitirá o impedirá a la Parte A efectuar la terminación anticipada de las transacciones y llevar

a liquidación obligatoria.¹⁰³ Este es un tema muy sensible para los mercados de derivados otc pues determina el riesgo de contraparte, y daría lugar a un extenso análisis independiente. Para nuestros efectos, baste decir que por operación de la aplicación de las entidades específicas o garante, cuando quiera que alguna de estas entre en un proceso de insolvencia o similar, la contraparte bajo el Contrato puede terminarlo anticipadamente y liquidar anticipadamente las operaciones.

Habiendo discutido el rol de las entidades específicas y los garantes en los varios eventos de incumplimiento a los que aplican, a continuación veremos su importancia en relación con el evento de terminación anticipada, denominado evento de crédito por fusión (*Credit Event Upon Merger*).

2.4. Terminación anticipada por un evento de crédito por fusión

Recordemos que la sección 5(b) del contrato contiene cinco situaciones distintas que dan lugar a un evento de terminación anticipada, cuando ocurren respecto a una de las partes. Una de estas situaciones da lugar a una terminación anticipada cuando se predica no solo de

¹⁰¹ Sección 5(a)(vii) del Texto del Contrato.

¹⁰² La redacción amplia de esta disposición del Texto del Contrato tiene como objetivo cubrir cualquier evento de insolvencia independientemente de la jurisdicción concreta que aplique.

¹⁰³ ISDA ha emprendido un proceso de recopilación de opiniones legales en 58 jurisdicciones para determinar si la liquidación anticipada de las operaciones será válida cuando una de las partes domiciliada en una de dichas jurisdicciones entre en un proceso de insolvencia. En Latinoamérica las siguientes jurisdicciones reconocen y permiten la terminación anticipada del Contrato y la liquidación anticipada de las operaciones con ciertos tipos de contrapartes establecidos en cada una y bajo ciertas condiciones específicas: Brasil, Colombia, México y Perú (ISDA, 2011). En Colombia la opinión legal presentada a ISDA sobre la liquidación anticipada ha sido emitida por la firma Gómez-Pinzón Zuleta Abogados S. A. y está disponible para las entidades miembros de ISDA en <http://www2.isda.org/>

una de las partes, sino de sus entidades específicas o de sus garantes: el evento de crédito por fusión.

El evento de crédito por fusión se dispara cuando una de las partes (su entidad específica o garante) se fusiona con otra entidad y como consecuencia hay una disminución importante en la calificación crediticia de dicha parte o de la entidad resultante. El razonamiento detrás de este evento de incumplimiento se basa en que una de las partes no habría celebrado el Contrato con su contraparte, de haber sabido de antemano de la fusión que produciría una disminución en la calificación crediticia de esta. Dicha fusión ahora le genera a la parte que no se fusiona un mayor riesgo crediticio, por ello el Contrato le permite terminar anticipadamente las Operaciones ya que la disminución en la calificación crediticia impactará todas las operaciones de derivados entre las partes (Harding, 2010).

Los negociadores, al momento de incluir entidades específicas o garantes en la parte 1(a) del suplemento deberán tener en cuenta los efectos que cualquier fusión de dichas entidades podrán tener sobre su Contrato y, por lo tanto, sobre todas sus operaciones.¹⁰⁴

104 El ejemplo simplificado es el siguiente: las Partes A y B acuerdan que la entidad específica de la Parte B será una entidad subsidiaria cuya llamada C. Dicha compañía C adquiere por absorción una tercera compañía D, que tiene una calificación crediticia baja y genera una disminución importante en la calificación crediticia de la adquirente C. La Parte A podrá terminar anticipadamente su Contrato con B amparada en el evento de crédito por fusión de la entidad específica. Las partes deben tener claro que este evento de terminación es distinto al de incumplimiento de la sección 5(a)(viii), en el que básicamente una parte del Contrato podrá declarar el incumplimiento de su contraparte cuando esta se fusione o transfiera todos sus activos a otra entidad, y la entidad resultante: (i) no asuma las obligaciones originales de la

Una modificación común en los mercados es la inclusión de una disposición para definir qué significado tendrá el término disminución en la calificación crediticia (ISDA, 2003). Se trata de darle mayor certeza a estos eventos al disponer, por ejemplo, que la disminución en la calificación crediticia ocurrirá cuando esta sea reducida al menos tres grados o *notches*, o cuando la parte relevante pierda el grado de inversión. Las partes generalmente remitirán a la calificación crediticia de las grandes calificadoras de riesgo como lo son Moodys, Standard & Poor's y Fitch.

La versión 2002 del Contrato incluye una amplia gama de operaciones que podríamos denominar cambios de control de alguna de las partes, y que pueden dar lugar al surgimiento del evento de crédito por fusión. Con ello se respondió a un llamado de participantes del mercado, al exigir un mayor cubrimiento a reorganizaciones empresariales distintas de las fusiones, por ejemplo, cambios en la estructura de capital por emisiones de valores, entre otros.

2.5. Conclusiones sobre la inclusión de entidades específicas y garantes en el suplemento

Es muy importante que los negociadores del suplemento se tomen el debido tiempo para analizar todas las implicaciones que tendrá la inclusión de ciertas compañías de su grupo o terceros como entidades específicas o como garantes. Como hemos visto la presencia de estas puede generar una terminación anticipada del

parte bajo el Contrato; o (ii) los beneficios del Documento de Garantía Crediticia relevante se pierdan.

Contrato, por cuestiones que escapan a las acciones de la parte que lo ha celebrado.

Los negociadores deben tener claro que los eventos de incumplimiento relacionados con las entidades específicas (esta explicación no aplica para los garantes) son de doble vía. Es decir, no será solamente el incumplimiento de alguna entidad específica la que lleve a la liquidación anticipada de las Operaciones bajo el Contrato, sino que también puede suceder que una de las partes le incumpla a dicha entidad específica, permitiendo a su contraparte llevar el Contrato a liquidación anticipada. De lo anterior se desprende que la designación de entidades específicas va a tener consecuencias distintas dependiendo de cuál sea la entidad que incumple.

La experiencia con la mayoría de las grandes instituciones financieras o bancos de inversión de Nueva York y Londres cuando actúan como Parte A, es: (i) casi siempre exigen como entidades específicas de la Parte B a todas sus compañías afiliadas,¹⁰⁵ mientras que (ii) ellas mismas no incluyen o no aceptan que se incluya ninguna entidad específica respecto de sí mismas. De esta forma, el negociador debe tener muy claros los objetivos y las relativas posiciones de crédito de las partes del Contrato, y debe trabajar muy de cerca con su equipo de tesorería y riesgo para determinar la mejor ruta de negociación.¹⁰⁶

105 El término afiliadas se encuentra definido muy ampliamente en la sección 14 del Contrato, y se refiere básicamente a todas las compañías pertenecientes a un mismo grupo empresarial o que tengan un mismo beneficiario real.

106 El negociador debe poner especial énfasis en analizar quién es su contraparte concreta: si se trata de la entidad central de un grupo empresarial (aquella empresa operativa que tiene los mayores acti-

Debe evitarse, con base en argumentos bien fundamentados, la inclusión sin más de todas las afiliadas de la parte como entidades específicas, pues si ello sucede y en el futuro hay algún evento sobre alguna de ellas, por más irrelevante que sea para la parte que celebra el Contrato, la respectiva parte podría verse en problemas.

Las consideraciones aplican igualmente para los garantes, con la salvedad de que es mucho menos común para las partes exigir que actúen como tales todas las afiliadas de su contraparte. En este sentido, la inclusión de garantes sí responderá (la mayoría de las veces) a un estudio de crédito serio de la contraparte y a la necesidad real de que un tercero suscriba un documento de garantía crediticia.

Como lo señalamos al introducir el tema de las entidades específicas, los negociadores deben pedir una justificación razonable y suficiente cuando quiera que su contraparte les exija incluir entidades específicas. Esta inclusión no debería ser un capricho de la parte fuerte sino que, en efecto, debe responder a una realidad crediticia de la parte débil, por ejemplo, que su solvencia esté correlacionada con la de una subsidiaria importante o su matriz. Cuando esto no es así, los negociadores deben hacer una férrea oposición a la inclusión de entidades

vos), generalmente no habrá problema. Sin embargo, en ocasiones, los bancos de inversión utilizan algunas compañías subsidiarias sin activos materiales como partes contratantes; en esta situación el negociador debería exigir que se incluyan como entidades específicas las instituciones donde se encuentren los activos importantes del grupo. En algunos casos las grandes instituciones financieras de Wall Street o The City utilizan vehículos para efectuar sus Operaciones de derivados y de esa forma cubrir a las grandes entidades del grupo ante un evento crediticio relacionado con derivados.

específicas. Adicionalmente, debe analizarse muy bien la solvencia crediticia de su contraparte para incluir entidades específicas cuando quiera que estas sean un vehículo o una subsidiaria menor de un grupo más grande. A veces la inclusión de entidades específicas, especialmente en incumplimiento por insolvencia, evitará problemas a una de las partes cuando el grupo empresarial de su contraparte empiece a desmoronarse.¹⁰⁷

3. Liquidación y pago de múltiples transacciones o liquidación y pago de distintos productos (*Multiple Transaction Payment Netting or Cross-Product Payment Netting*)

Como lo discutimos en la sección II.B.2 de este texto, la sección 2 del Contrato establece la compensación (*set-off*) de las transacciones entre las partes, siempre y cuando las sumas resultantes correspondan a una misma operación (sección 2(c) del Contrato).¹⁰⁸ Sin embargo, las partes pueden modificar esta condición en la sección 4(i) del suplemento con el propósito de pactar la liquidación y pago de múltiples transacciones o de múltiples productos, regidos por

el mismo Contrato, por medio de la definición de una única suma neta.

Por ejemplo, si la Parte A y la Parte B han celebrado varias transacciones *forward* de tasa de cambio, cada una como cubrimiento de distintas operaciones que han asumido frente a un tercero, podrán pactar que se realice una misma y única compensación de todas sus transacciones de *forward* con el objeto de producir una única suma pagadera por todas las operaciones. Así se produce la compensación de múltiples transacciones.

La compensación de distintos productos funciona en forma semejante. Por ejemplo, si la Parte A y la Parte B han celebrado una operación de *forward* de tasas de cambio y una operación de *swap* de divisas, podrán pactar que entre ellas, en la misma fecha, se realice una sola compensación y por lo tanto un único pago de las sumas resultantes de lo que se deban recíprocamente al momento del pago y por virtud de los distintos tipos de operaciones que han celebrado.¹⁰⁹

La compensación y pago de múltiples transacciones simplifica en gran medida las relaciones entre las partes que han celebrado varias operaciones entre sí. En la mayoría de los casos, los funcionarios de la tesorería de cualquier institución financiera querrán pactar este mecanismo de compensación múltiple. Para ello, sus abogados deberán tener en cuenta una diferencia

107 En ocasiones los vehículos que los bancos extranjeros suelen utilizar como Parte A en Contratos no entrarán en liquidación al mismo tiempo que sus matrices. Por ejemplo, en el 2008, un vehículo llamado Lehman Brothers Special Financing Inc., se presentó a un proceso de insolvencia tres semanas después de que su matriz Lehman Brothers Holding Inc., lo hiciera (Bender, 2011). Esto pudo significar pérdidas significativas para las contrapartes del vehículo pues los activos de prácticamente todo el grupo empresarial se perdieron. Aquellas contrapartes de derivados que pudieron actuar rápido tuvieron mayores posibilidades de recuperar sus recursos.

108 Recuérdese que este tipo de compensación o neteo no tiene nada que ver con aquel establecido en la sección 6 del Contrato sobre la liquidación anticipada.

109 Sin embargo, debe atenderse con cuidado a las capacidades operativas de cada una de las Partes del Contrato pues en ocasiones alguna no tendrá la infraestructura o la experiencia para poder compensar Operaciones bajo distintos productos (ISDA, 1993). El abogado siempre debe consultar con la tesorería de su institución para asegurarse de que ello es posible, antes de aceptar la compensación multiproducto.

fundamental que existe en la documentación de los suplementos entre los Contratos Marco ISDA 1992 y los Contratos Marco ISDA 2002.

En el Contrato Marco ISDA 1992, las partes incluirán una disposición en la sección 4(i) del suplemento mediante el cual pactan que la sección 2(c)(ii) del Texto del Contrato Marco no aplicará para sus operaciones. Las partes efectivamente estarán eliminando una de las tres condiciones que contiene el Texto del Contrato Marco para efectuar los pagos bajo el *set-off*.

Por otro lado, bajo el Contrato Marco ISDA 2002 las partes ya no deben eliminar la disposición del contrato sino elegir su aplicación para las operaciones entre las partes. La redacción del suplemento permite a las partes establecer si: (i) aplicará la compensación múltiple; (ii) aplicará la compensación múltiple a todas las transacciones; o (iii) a qué transacciones específicas (o a partir de qué fecha) aplicará la compensación múltiple. Esto simplifica la documentación cuando quiera que haya Confirmaciones anteriores a la celebración de un Contrato. En este evento las partes tendrán mayor claridad acerca de cuándo empezará a regir su elección de liquidación múltiple o respecto de qué transacciones particulares (Harding, 2010).

Sin la aplicación de la compensación de múltiples transacciones, una parte corre el riesgo de verse obligada a cumplir sus obligaciones en una Operación sin ninguna garantía de que su contraparte cumpla las suyas (Bender, 2011). Por ejemplo, la Parte A y la Parte B han celebrado dos Operaciones, ambas con fecha de cumplimiento el mismo día X y bajo el mismo Con-

trato. La Parte A debe \$50 bajo la primera Operación mientras que la Parte B debe 100 bajo la segunda Operación. Supóngase que no se pacta la compensación múltiple y la Parte B paga los \$100 que debe sin recibir los \$50 a que tiene derecho por cualquier motivo (por ejemplo, toma de posesión de la Parte A). En cambio, si en efecto se pacta la compensación múltiple, la Parte B solamente pagará \$50 pues ha compensado el monto debido bajo la segunda Operación, resultando en una única suma pagadera en un solo momento, bajo las dos transacciones.

Un último punto práctico cuando se negocia esta elección. En ocasiones los bancos de inversión de Nueva York o Londres propondrán una redacción mediante la cual se posibilita la compensación de todas las Operaciones, pero además extienden dicha compensación a todos los productos que puedan tener las partes entre sí, (incluyendo por supuesto créditos y depósitos en cuenta por cualquier motivo). De esta forma, la figura propia de las transacciones sobre derivados, la compensación de las obligaciones, aplicará a todas las otras operaciones de cualquier naturaleza que tengan las partes. El abogado local debe tener cuidado al momento de aceptar este tipo de cláusulas pues pueden ser contrarias a su ley local, tanto por normas sobre control de cambios¹¹⁰ como por normativa financiera aplicable a su institución.¹¹¹

110 Para la compensación en condiciones normales, la normativa colombiana dispone que los residentes podrán “compensar la liquidación de las obligaciones generadas por la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados pactados con una misma contraparte en el mercado mostrador...” Circular 144, numeral 3.3 (énfasis añadido).

111 Por ejemplo, la ley colombiana establece que en un caso de insolvencia empresarial, cuando una de las partes del derivado sea una insti-

4. Pagos bajo la terminación anticipada

Las elecciones que pueden efectuar las partes del Contrato en la parte 1(f) del suplemento se refieren a dos aspectos: (i) la forma en que se calculan los montos de terminación del Contrato (cotización de mercado, pérdida o monto de liquidación cuando se trata de la versión 2002) y (ii) el método de pago (primero y segundo en la versión 1992). El cálculo y los pagos bajo terminación anticipada han sido suficientemente descritos por la doctrina.¹¹²

Para efectos de este texto basta resaltar dos puntos básicos que debe tener en cuenta el negociador del Contrato. En primer lugar, existen algunos elementos que producen consecuencias distintas sobre el pago bajo terminación anticipada: (i) si ha ocurrido un evento de incumplimiento o un evento de terminación el monto a pagar será distinto pues en general los pagos bajo el evento de incumplimiento contienen una suma de penalidad para la parte incumplida, (ii) qué parte es la responsable en cada caso, (iii) si el incumplimiento o la terminación afecta solo a una o a todas las Operaciones entre las partes y (iv) si las partes están negociando un Contrato bajo la versión 1992 o la versión 2002. Las distintas combinaciones posibles de estos

elementos producirán efectivamente resultados distintos en los pagos a ser realizados.

En segundo lugar, como hemos mencionado, el Contrato en su versión 1992 permite a las partes elegir el primer o segundo método de pagos. Las partes que sean entidades bancarias deben ser cuidadosas al momento de pactar el primer método, pues los requerimientos de adecuación de capital según Basilea prohíben contabilizar dichos montos para tal fin. En efecto, el primer método dispone que si la suma neta pagadera después del cálculo de la terminación anticipada es positiva (a favor de la parte que no ha incumplido), esta suma es pagada a dicha parte cumplida. Por el contrario, si la suma neta pagadera es negativa (a favor de la parte incumplida), la parte cumplida puede abstenerse de realizar los pagos a que tenga derecho la parte incumplida.¹¹³ En el segundo método la suma neta pagadera debe ser pagada entre las partes, independientemente de que sea a favor o en contra de la parte cumplida.

IV. CONCLUSIONES

El mercado financiero a nivel global está sufriendo grandes transformaciones en su estructura, su tamaño y funcionamiento. Los mercados actuales no son ajenos a la crisis del 2008 y todavía se encuentran en un período de lenta recuperación. Los líderes políticos del mundo tampoco han escapado a la crisis y han reaccionado con cierto grado de celeridad para ex-

tución financiera, únicamente los instrumentos financieros derivados pueden ser compensados y liquidados anticipadamente, de tal forma que solamente se produzca el saldo neto resultante de dichas operaciones. Esto no aplica para obligaciones de otra naturaleza, las cuales serán pagadas dependiendo del orden de prelación legal de créditos establecido por la ley. Véase Ley 1328 de 2009, artículo 74.

112 En el ámbito local Fradique-Méndez (2008), y en el internacional Harding (2010), por lo que remitimos al lector a dichas exposiciones para un análisis detallado.

113 En el mundo anglosajón se la conoce como una *walk away clause*.

pedir las regulaciones que serán las nuevas reglas del juego en el campo de los derivados financieros. El abogado colombiano no puede permanecer indiferente a este proceso, pues la transformación de los mercados tanto en términos económicos como en términos legales está generando un nuevo panorama, con recientes jugadores y parámetros de conducta para todos los participantes.

Hace algunos años era prácticamente impensable que alguna de las grandes instituciones financieras de Nueva York o Londres pudiera sufrir un colapso similar a los que se evidenciaron a partir del 2008. Hace algunos años, la negociación de los productos derivados (o de los contratos financieros en general) era muy distinta; el abogado de una institución financiera pequeña o domiciliada en una nación en desarrollo prácticamente no pedía ningún tipo de seguridad de cumplimiento o garantía frente a un evento de insolvencia de su contraparte pues la presunta solidez de esta impedía pensar impensable algún evento adverso. Todo lo contrario, eran los bancos de Nueva York o Londres los que hacían todas las exigencias mientras su contraparte pasivamente las aceptaba. Hoy en día los mercados han cambiado. Las contrapartes con menor tamaño relativo, ubicadas fuera de Wall Street y la City, encuentran reparos razonables por la calidad crediticia de su contraparte, y los pueden justificar, frente a posibles eventos de incumplimiento. Por ello se vuelve cada vez más relevante la adecuada negociación y documentación de los contratos derivados. Con ese objetivo en mente, este texto ha pretendido aportar conocimiento teórico y

herramientas prácticas para discutir, punto por punto, los contratos derivados y de esta forma defender los intereses de la institución propia de la mejor manera posible.

La negociación y documentación de los contratos de derivados financieros es una materia técnica altamente compleja. Si bien los mecanismos de estandarización de la industria han servido en los últimos veinte años, este sigue siendo un campo relativamente nuevo para el abogado colombiano. En este ámbito, el abogado se enfrenta a una ley de fondo que no es la propia, a un contrato redactado en otro idioma, a una serie de disposiciones intrincadas y altamente técnicas y a una construcción legal con una arquitectura bastante compleja. El entendimiento profundo de los contratos derivados tanto en su funcionamiento financiero como en su estructura de construcción legal, es fundamental en el mercado globalizado de hoy. El abogado practicante del derecho financiero debe estar preparado para discusiones y negociaciones muy específicas y técnicas. Al exponer las principales disposiciones del Contrato y al analizar los distintos efectos que pueden buscar las partes en su negociación, este texto ha pretendido proporcionar un entendimiento más o menos profundo de la manera como se negocia y redacta el Contrato.

La definición de quién puede terminar anticipadamente el Contrato es un elemento que afectará los pagos debidos en cierto momento entre las partes, e impactará la liquidez o la situación financiera de cada una; allí radica la importancia de definir muy bien quién puede terminar las

Operaciones y cuándo, pues las estrategias de manejo de liquidez de cada parte y el deseo de obtener rentabilidad o cuando menos cubrirse de pérdidas financieras son las principales motivaciones de las partes para celebrar operaciones de derivados.

Bibliografía

- Admati, A. y Hellwig, M. (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do About it*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Arias, L. C. (Enero-junio, 2012). Introductory aspects on financial derivatives market: ISDA master agreement dealing with legal risk? *Revista e-mercatoria*, 11(1). Recuperado de <http://www.emercatoria.edu.co/PAGINAS/volumen11/01.html>
- Bamford, C. (2011). *Principles of International Financial Law*. Oxford: Oxford University Press.
- Banco de la República de Colombia. Circular Reglamentaria Externa DODM-144 – Asunto 6.
- Banco de la República de Colombia. Resolución Externa 8 del 2000.
- Bank of International Settlements. (June, 2013). *Semiannual otc derivatives statistics at end-December 2012*. Recuperado de <http://www.bis.org/index.htm>
- Bank of International Settlements. (September, 2010). *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010 - Preliminary global results - Turnover*. Recuperado de <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>
- Bender, S. P. (2011). *Negotiating Skills for the ISDA Master Agreement*. New Jersey U. S. A.: Pearson Education Inc.
- Buffet, W. E. (2003). *To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.* Recuperado de <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>
- Calculation Agent. (s. f.). Recuperado de: <http://www.investopedia.com/terms/c/calculationagent.asp>
- Castaño, J. H. (1995). Contratos de opciones y futuros. *Revista de Derecho Privado*, IX(17), 215-236.
- CFA Institute. (2010). Analysis of Derivatives for the Chartered Financial Analyst Program. En *Derivative Markets and Instruments*, By Don M Chance, CFA, Copyright AIMR.
- Cherry-pick. (s. f.). Recuperado de <http://www.merriam-webster.com/dictionary/cherry-pick>
- Clearing. (s. f.). Recuperado de <http://www.investopedia.com/terms/c/clearing.asp>
- Cleary Gottlieb. (2013). *Navigating Key Dodd-Frank Rules Related to the Use of Swaps by End Users*. Recuperado de <http://www.cgsh.com>

- Colombia. Congreso de los Estados Unidos de Colombia. Ley 26 de 1873. *Código Civil de los Estados Unidos de Colombia*. 26 de mayo de 1873. (Adoptado por la Ley 57 de 1887 “Sobre la adopción de códigos y unificación de la legislación nacional”, 15 de abril de 1887).
- Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 2555 de 2010 “Por el cual se reconocen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”, 15 de julio de 2010.
- Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993 “Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración”, 2 de abril de 1993.
- Colombia. Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia). *Circular Básica Contable y Financiera* (Circular Externa 100 de 1995).
- Dublin, B. A. y Laney, D. M. (2002). Basic Provisions: Events of Default and Remedies. En *Commercial Loan Documentation Guide*. Newark U. S. A. Lexis Nexis.
- Estados Unidos de Norteamérica. Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Pub.L. 111–203, H.R. 4173. July, 2010.
- Financial Crisis Inquiry Commission –FCIC. (2011). *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Recuperado de <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
- Ferguson, N. (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York U. S. A.: Penguin Books.
- Fox, C. M. (2008). *Working with Contracts: What Law School Doesn't Teach You*. New York, U. S. A.: Practising Law Institute.
- Fradique-Méndez, C. (2008). Aspectos legales de los contratos marco para derivados. *Revista de Derecho Privado*, 39, 117-154.
- Friedland, J. A. (2010). *Understanding International Business and Financial Transactions*. New Providence, U. S. A.: Matthew Bender & Company, Inc.
- Gengatharen, R. (2001). *Derivatives Law and Regulation*. Londres, Reino Unido: Kluwer Law International.
- Gómez, J. A. (2008). ¿Deben permitirse los derivados de crédito?: aspectos económicos, financieros y legales de esta discusión. *Revista de Derecho Privado*, 39, 267-305.
- Gómez, J. G. (2010). *Dinero, banca y mercados financieros. Los países emergentes en la economía global*. Mexico D. F.: Alfaomega Grupo Editor.

- Harding, P. C. (2010). *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*. Great Britain: Pearson Education Limited.
- Hull, J. C. (2002). *Options, Futures and Other Derivatives*. New Jersey, U. S. A.: Prentice Hall.
- International Monetary Fund. (2010). *IMF Annual Report 2010 Supporting a Balanced Global Recovery*. Recuperado de http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf
- International Swaps and Derivatives Association. (1993). User's Guide to the 1992 Master Agreement.
- International Swaps and Derivatives Association. (2003). User's Guide to the 2002 Master Agreement.
- International Swaps and Derivatives Association. (2010). *Market Review of OTC Derivative Bilateral Collateralization Practices (2.0)*. Recuperado de http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Collateral-Market-Review.pdf
- International Swaps and Derivatives Association. (2011). *Netting Legislation - Status*. Recuperado de <https://www2.isda.org/functional-areas/legal-and-documentation/opinions/>
- International Swaps and Derivatives Association. (2013a). *Global Derivatives: More Change Ahead*. Recuperado de <http://www2.isda.org/>
- International Swaps and Derivatives Association. (2013b). *Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy*. Recuperado de <http://www2.isda.org/>
- International Swaps and Derivatives Association. (2013c). *OTC Derivatives Market Analysis Year-End 2012*. Recuperado de <http://www2.isda.org/functional-areas/research/studies/>
- International Swaps and Derivatives Association. (s. f.). *The legal enforceability of the close-out netting provisions of the ISDA Master Agreement and their consequences for netting on financial statements*. Recuperado de http://www.isda.org/c_and_a/pdf/The-effectiveness-of-netting.pdf
- Mendoza, M. (2004). *Régimen de la contratación de instrumentos derivados en Colombia* [tesis de grado no publicada]. Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. Recuperado de <https://biblioteca.uniandes.edu.co/acepto51.php?id=00003870>
- Mengle, D. (2010). The Importance of Close-Out Netting, David Mengle. *ISDA Research Notes*, 1. Recuperado de <http://www.isda.org/researchnotes/pdf/Netting-ISDAResearchNotes-1-2010.pdf>
- Molyneux, F. y Valdez, S. (2010). *An Introduction to Global Financial Markets*. New York, U. S. A.: Palgrave Macmillan.
- Mosquera. J. P. (1997). *Mercado de instrumentos derivados: conceptos y aplicabilidad en*

Colombia. [Proyecto de investigación dirigida]. Facultad de Derecho, Universidad de los Andes.

Notional Principal Amount. (s. f.). Recuperado de <http://www.investopedia.com/terms/n/notionalprincipalamount.asp>

O'Connor, S. (2013). *OTC Derivatives: Ensuring Safe, Efficient Markets that Support Economic Growth*. *Financial Stability Review*, 17, 217-225.

Shearman y Sterling. (2013). *OTC Derivatives Regulation and Extraterritoriality III*. Recuperado de <http://www.shearman.com/>

Stout, L. A. (2011). Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis. *Harvard Business Law Review*, 1.

The Group of Twenty (G20). (2009). *Leaders' Statement the Pittsburgh Summit. September 24 - 25 2009*. Recuperado de <http://assets.isda.org/media/bce55e92/ae894b4b.pdf>

U. S. House of Representatives. (1998). *Hedge Fund Operations Thursday, October 1, 1998*, Committee on Banking and Financial Servi-

ces, Washington, DC. Recuperado de http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba51526.000/hba51526_of.htm

European Parliament and of the Council. Regulation (EU) n.º. 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Recuperado de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:EN:PDF>.

Varón, J. C. (2006). Contratos de derivados financieros: forward, opción y swap. En Castro et al. (Eds.). *Contratos atípicos en el derecho contemporáneo colombiano* (pp. 81-101). Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá.

Zepeda, R. (2013). *The ISDA Master Agreement 2012: A Missed Opportunity?* 28(8) *Journal of International Banking Law and Regulation*, pp.12-28. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2285096

Zuleta, A. (2009). La influencia norteamericana en el derecho colombiano de contratos. En *Estudios de Derecho Privado* (Tomo II). Bogotá, Colombia: Universidad del Rosario.