

**TRANSACCIONES Y EMISIONES EFECTUADAS EN EL MERCADO PÚBLICO*
DE VALORES EN EL MARCO DE LOS PROCESOS DE INSOLVENCIA DE LA
LEY 1116 DE 2006**

Alejandra Guardiola Rivera**

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN. II. LOS PRINCIPIOS DE UNIVERSALIDAD Y DE IGUALDAD Y LAS REGLAS DE PRELACIÓN DE CRÉDITOS EXISTENTES EN COLOMBIA – 1. Acreedores con garantía real a los que les aplica la Ley 1676 de 2013 – 2. Créditos de primera clase – 3. Créditos de segunda clase – 4. Créditos de tercera clase – 5. Créditos de cuarta clase – 6. Créditos de quinta clase. III. EL PRINCIPIO DE FINALIDAD Y LA PROTECCIÓN DE GARANTÍAS EN LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA LEY 964 DE 2005 Y LAS EMISIONES DE VALORES Y DERECHOS DE NATURALEZA NEGOCIABLE EN LA LEY 1116 DE 2006 – 1. Sistemas de compensación y liquidación de la Ley 964 de 2005 – 2. Actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en la Ley 1116 de 2006 – 3. Valores y derechos de naturaleza negociable en los pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades en el marco de los procesos concursales. IV. CONCLUSIONES. V. BIBLIOGRAFÍA.

Abstract: Law 1116 of 2006 is related to the regulations of the public securities market, among others, through: **(i)** the clearing and settlement systems for operations in the public securities market and **(ii)** the protection of acts and contracts which are intended to or effect

* En virtud del artículo 335 de la Constitución Política de 1991 se expidió la Ley 964 de 2005, la cual, dejó de lado la noción de mercado “público” de valores, que consagraba el artículo 6º de la Ley 32 de 1979 que tenía la oferta pública como eje central. Así las cosas, la Ley 964 de 2005, abandonó la expresión de público y adoptó como centro de su aplicación, a los valores y a la captación de dinero del público a través de dichos instrumentos, con independencia del origen de la oferta. Lo anterior, se puede constatar en la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005 en la cual se establece que “se modifica el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de oferta pública, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público”. Sin perjuicio de lo anterior, para efectos del presente documento, se usará indistintamente las nociones de “mercado público de valores” y de “mercado de valores”.

**Abogada de la Universidad de los Andes con especialización en Derecho de la Empresa de la misma universidad. Actualmente se encuentra cursando la Maestría en Derecho Privado en la Universidad de los Andes. Se desempeña como abogada semi senior en las áreas de derecho societario y concursal en la firma Rivera Andrade Estudio Jurídico. Correo: a.guardiola1262@uniandes.edu.co

the issue of securities or other rights of a negotiable nature. In this sense, Laws 1116 of 2006 and 964 of 2015 establish a series of protections for securities issues and transactions. Notwithstanding the foregoing, in the pronouncements of the Superintendence of Companies, protection is granted to the issue of securities and to transactions in securities and rights of a negotiable nature that are not contemplated in the aforementioned regulations.

Keywords: Insolvency, public stock market, creditor, debtor, liquidation, reorganization, universality, equality, credits, priority, security, warranties, clearing, issue, principle of purpose.

Resumen: La Ley 1116 de 2006 se relaciona con la normativa del mercado público de valores, entre otros, por medio de: **(i)** los sistemas de compensación y liquidación de operaciones del mercado público de valores y **(ii)** la protección a los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable. Así, las Leyes 1116 de 2006 y 964 de 2015, establecen una serie de protecciones a las emisiones y transacciones sobre valores. No obstante lo anterior, en los pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades se otorga protección a las emisiones de valores y a las transacciones sobre valores y derechos de naturaleza negociable que no se encuentran contemplados en las normas mencionadas con anterioridad.

Palabras clave: Insolvencia, mercado público de valores, acreedor, deudor, liquidación, reorganización, universalidad, igualdad, créditos, prelación, valor, garantías, compensación, emisión, principio de finalidad.

I. INTRODUCCIÓN.

De conformidad con lo establecido en el artículo 4º de la Ley 1116 de 2006, el régimen de insolvencia se encuentra orientado entre otros por los principios de universalidad¹ y de igualdad². **El primero**, establece que todos los acreedores quedan vinculados al proceso de

¹ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 4º, numeral 1º.

² Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 4º, numeral 2º.

insolvencia a partir de su iniciación y, con ello, a las reglas de prelación de créditos y preferencias establecidas en el Código Civil Colombiano³, la Ley 1676 de 2013 (Ley de Garantías Mobiliarias) y la Ley 1116 de 2006. Lo anterior, se encuentra en concordancia con **el segundo** principio, igualdad, según el cual se debe dar un tratamiento equitativo a todos los acreedores que concurran al proceso de insolvencia, sin perjuicio de la aplicación de las reglas sobre prelación de créditos y preferencias consagradas en el ordenamiento jurídico colombiano.

Bajo este contexto, los procesos de la Ley 1116 de 2006 y el derecho concursal, se relacionan con el derecho del mercado público de valores en actividades como: **(i)** los sistemas de compensación y liquidación de operaciones del mercado público de valores⁴, que tienen como objetivo darle cumplimiento a las operaciones efectuadas en el mercado de valores por medio del principio de finalidad y las garantías entregadas por cuenta de los participantes del mercado y **(ii)** la protección a los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable.

Conforme a lo anterior, resulta pertinente establecer de qué forma se relacionan la Ley 1116 de 2006 con la normativa del mercado público de valores, a la luz del ordenamiento jurídico colombiano y de los diferentes pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades y, cómo se otorga una protección a las emisiones de valores y a las transacciones sobre valores y derechos de naturaleza negociable que no se encuentra contemplados en las Leyes 964 de 2005 y 1116 de 2006.

Para lograr ese objetivo, el presente texto se dividirá en tres partes fundamentales. En la primera parte, se establecerá la existencia y regulación de los principios de universalidad y de igualdad en los procesos concursales y las reglas de prelación de créditos existentes en la legislación colombiana. En la segunda parte, se analizará de una parte, el principio de finalidad y la protección de garantías en los sistemas de compensación y liquidación de la Ley 964 de 2005 en el marco de los procesos concursales de la Ley 1116 de 2006 y, de otra, la protección a las emisiones sobre valores y derechos de naturaleza negociable en los

³ Dichas reglas de prelación se encuentran en los artículos 2494 y siguientes del Código Civil colombiano.

⁴ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 9°.

procesos de insolvencia. En la tercera parte y última parte, se plasmarán las conclusiones finales del escrito.

II. LOS PRINCIPIOS DE UNIVERSALIDAD Y DE IGUALDAD Y LAS REGLAS DE PRELACIÓN DE CRÉDITOS EXISTENTES EN COLOMBIA.

Tal y como lo dice Gustavo Cuberos: “el destino natural de las obligaciones es su satisfacción por parte del deudor”⁵. En este sentido, la deuda o acreencia constituye a favor del acreedor un derecho de crédito para que se sea satisfecha una obligación de dar, hacer o no hacer⁶. Así, cuando no se realiza el cumplimiento de la obligación, el acreedor afectado por el incumplimiento puede acudir a los mecanismos regulados en el ordenamiento jurídico para la satisfacción de su crédito.

Dichos procesos, a grandes rasgos se pueden dividir en dos: **(i)** ejecuciones singulares y **(ii)** ejecuciones universales. En las primeras, un acreedor o acreedores específicos buscan la satisfacción de su crédito mediante procesos de ejecución que pueden llevar fácilmente al “descuartizamiento del patrimonio del ejecutado en beneficio de los acreedores, los más ágiles y los más impacientes, en detrimento de los demás, incluso de quienes podrían llegar a tener un mejor derecho en razón de la naturaleza jurídica de sus créditos”⁷, primando de esta forma el interés individual sobre el general.

Bajo el anterior panorama, surgen alternativas que buscan beneficiar a la mayor cantidad de acreedores posibles. Lo anterior, por medio de **ejecuciones universales** en las que se busca excluir acciones de cobro individuales y encaminar la materialización de una única acción en la que todos los acreedores concurren y prime el interés colectivo sobre los intereses de los acreedores considerados individualmente.

⁵ Gustavo Cuberos Gómez, “Capítulo XIII. Ejecución colectiva y procesos concursales”, en: *Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III*, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes (Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017), 595.

⁶ Mario Castillo Freyre, “Sobre las obligaciones y su clasificación”. THEMIS: Revista de Derecho, n.º 66 (2014): 210, <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/12697>

⁷ Gustavo Cuberos Gómez, “Capítulo XIII. Ejecución colectiva y procesos concursales”, en: *Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III*, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes (Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017), 596.

Por ejemplo, en la Antigua Roma surgieron formas de ejecución de deudas entre las que se encuentran la *manus injectio*⁸, la *missio in possessionem* y la *bonorum vendictio*. **La primera**, implicaba una responsabilidad personal por las deudas y el deudor si no pagaba podría ser vendido como esclavo⁹. **La segunda**, “consistía en darle posesión de los bienes y el patrimonio al acreedor”¹⁰ con el objetivo de asegurar el pago. Por su parte, **la tercera**, era un complemento de la *missio in possessionem*, en la cual, “si no pagaba nadie por el deudor se procedía a la venta de los bienes del mismo”¹¹. Cabe precisar que, en todos los procedimientos romanos de ejecución mencionados con anterioridad, se podían realizar tanto ejecuciones individuales como universales y, en estas últimas, tal y como lo establece Luis Fernando Sanromán Martínez, ya se respetaba el principio de la *par conductio creditorum*¹², ya que “si se vendía o liberaba el deudor su importe era repartido entre los acreedores en proporción al monto adeudado”¹³.

En la actualidad, el ordenamiento jurídico colombiano regula en la Ley 1116 de 2006 los procesos concursales a los que por regla general se someten los comerciantes^{14 15}, bien sean personas naturales o jurídicas, para normalizar las relaciones con sus acreedores u optimizar su patrimonio para el pago de las acreencias en el marco de un proceso liquidatorio.

De conformidad con lo anterior, el artículo 1º de la Ley 1116 de 2006 establece que:

⁸ Que implica una responsabilidad personal por las deudas y el deudor si no pagaba podría ser vendido como esclavo.

⁹ Luis Fernando Sanromán Martínez, “Capítulo I. Historia del Derecho Concursal”, en: *Concursos Mercantiles* (México: Universidad Panamericana – Editorial Porrúa, 2010), 3.

¹⁰ *Ibid.*, 4.

¹¹ *Ibid.*

¹² De conformidad con lo establecido por la Corte Constitucional Colombiana la *par conductio creditorum* “persigue que los créditos existentes sean pagados en igual proporción, plazo y forma exceptuando los órdenes o categorías de pago fijados por ley. En consecuencia, tratándose de créditos de la misma categoría, se debe respetar la igualdad de tratamiento derivada de tal principio y dar igual trato a acreedores en iguales condiciones”. Sentencia T-441 de 2002, M.P: Marco Gerardo Monroy Cabra.

¹³ Luis Fernando Sanromán Martínez, “Capítulo I. Historia del Derecho Concursal”, en: *Concursos Mercantiles* (México: Universidad Panamericana – Editorial Porrúa, 2010), 3.

¹⁴ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 2º.

¹⁵ Lo anterior toda vez que existen unos sujetos que se encuentran excluidos de la aplicación de lo establecido en la Ley 1116 de 2006 pues cuentan con una regulación específica, tales como: **(i)** Entidades Promotoras de Salud; **(ii)** Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud y las Administradoras del Régimen Subsidiado; **(iii)** Bolsas de Valores y Agropecuarias; **(iv)** Entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera; **(v)** Entidades vigiladas por la Superintendencia Solidaria que desarrollen actividades financieras, de ahorro y crédito; **(vi)** Sociedades de capital público, empresas industriales y comerciales del Estado, entes territoriales y descentralizados; **(vii)** Empresas de servicios públicos domiciliarios; y **(viii)** Personas naturales no comerciantes.

El régimen judicial de insolvencia regulado en la presente ley, tiene por objeto la protección del crédito y la recuperación y conservación de la empresa como unidad de explotación económica y fuente generadora de empleo, a través de los procesos de reorganización y de liquidación judicial, siempre bajo el criterio de agregación de valor.

El proceso de reorganización pretende a través de un acuerdo, preservar empresas viables y normalizar sus relaciones comerciales y crediticias, mediante su reestructuración operacional, administrativa y de pasivos.

El proceso de liquidación judicial persigue la liquidación pronta y ordenada, buscando el aprovechamiento del patrimonio del deudor.

El régimen de insolvencia, además, propicia y protege la buena fe en las relaciones comerciales y patrimoniales en general y sanciona las conductas que le sean contrarias¹⁶.

Así, la Ley 1116 de 2006 postula dos tipos de procesos concursales o de insolvencia: **(i)** los recuperatorios y **(ii)** los liquidatorios¹⁷. Los primeros, tal y como lo establece Rafael Wilches, persiguen que los acreedores del deudor lo apoyen para poder seguir adelante con sus negocios y no tener que liquidar su patrimonio, buscando que el deudor pueda continuar con su actividad productiva, desarrollando su objeto social y continuando con el cumplimiento de los preceptos de aquellos entes que cumplen con la hipótesis del negocio en marcha. Por su parte, los procesos de liquidación buscan que se integre el patrimonio del deudor para pagar las obligaciones en el orden de prelación establecido por la ley¹⁸.

Ambos procesos se rigen por una serie de principios, establecidos en el artículo 4º de la Ley 1116 de 2006, a saber: **(i)** universalidad, **(ii)** igualdad, **(iii)** eficiencia, **(iv)** información, **(v)** negociabilidad, **(vi)** reciprocidad y **(vii)** gobernabilidad económica¹⁹. El **primero**, implica

¹⁶ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 1º.

¹⁷ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 1º.

¹⁸ Rafael E. Wilches-Durán, "Vacíos e inconsistencias estructurales del nuevo régimen de insolvencia empresarial colombiano: Identificación y propuestas de solución". *Vniversitas*, n.º 117 (2008): 205, <https://revistas.javeriana.edu.co/index.php/vnijuri/article/view/14538>

¹⁹ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 4º.

que, al ser procesos de naturaleza universal, todos los bienes de la sociedad o la persona natural en concurso quedan incluidos en el proceso de insolvencia. El **segundo**, igualdad, hace referencia a que a todos los acreedores debe darse un mismo trato, sin perjuicio de las reglas de prelación de créditos que se explicarán con posterioridad. El **tercero**, busca propiciar que los recursos y activos que se tengan en el marco del proceso de insolvencia sean aprovechados y administrados de la mejor manera posible. Conforme al **cuarto**, los acreedores y el deudor deben brindar información oportuna, transparente y comparable durante el proceso. El **quinto**, negociabilidad, implica que en el proceso se debe propender por una negociación entre los diferentes actores e interesados, la cual debe sostenerse en el marco de un ambiente informado y de buena fe. Con el **sexto**, reciprocidad, se pretende el reconocimiento, colaboración y coordinación mutua con autoridades extranjeras. Finalmente, el **séptimo**, el principio de gobernabilidad económica busca que a través del proceso de insolvencia se tenga una dirección gerencial enfocada en el manejo y destinación de activos para el pago y reactivación de la actividad empresarial.

Teniendo en cuenta lo expuesto con anterioridad, en el marco de los anteriores principios, por regla general, todos los acreedores del deudor insolvente deben acudir al proceso de insolvencia para ser pagados en los términos del mismo. Ello, especialmente en virtud del **principio de universalidad**, propio de los procesos concursales de la Ley 1116 de 2006 que establece que: “La totalidad de los bienes del deudor y todos sus acreedores quedan vinculados al proceso de insolvencia a partir de su iniciación”²⁰.

El mencionado principio de universalidad tiene un doble contenido: **(i)** objetivo y **(ii)** subjetivo. El objetivo, implica que todos los bienes del deudor se encuentran sujetos a las resultas del concurso. Por su parte, el subjetivo supone que todos los acreedores, por regla general²¹, deben concurrir al proceso de insolvencia. Lo anterior, conforma la **masa de los procesos concursales**, la cual se encuentra compuesta por el patrimonio del deudor y las acreencias adquiridas por parte de este último. Incluso, los bienes dados en garantía se

²⁰ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 4º, numeral 1º.

²¹ Entre las que se encuentran los acreedores por concepto de las retenciones de carácter fiscal o no fiscal y la seguridad social, a saber: pensión, salud y ARL conforme a lo consagrado en la Ley 1429 de 2010, 29 de diciembre. Diario Oficial 47.937. Artículo 32.

encuentran afectos al concurso, razón por la cual, no puede ser ejecutada garantía alguna por fuera del concurso sin el visto bueno y aprobación del juez del proceso de insolvencia^{22 23}.

De esta manera, de conformidad con los artículos 2.2.2.4.2.36 y 2.2.2.4.2.37 del Decreto 1835 de 2015, la ejecución de la garantía de los acreedores garantizados a los que les aplica la Ley 1676 de 2013, se da en el escenario concursal cuando llegue el momento procesal para que ello ocurra, no antes, pues no de otro modo se explica por qué el inciso tercero del artículo 2.2.2.4.2.36 del Decreto 1835 de 2015 establece que:

Hasta antes de la celebración del acuerdo, el acreedor garantizado podrá optar por someterse a los términos del mismo, en cuyo caso se entenderá que suspende su derecho a ejecutar la garantía, la cual podrá reanudar si hubiere incumplimiento en la ejecución del acuerdo de reorganización o si este no se celebrare o confirmare, según el caso²⁴.

Y el artículo 2.2.2.4.2.37 del Decreto 1835 de 2015 postula que a partir del inicio del proceso de reorganización no se podrán iniciar ni continuar ningún proceso de cobro contra el deudor en los términos de los artículos 20 de la Ley 1116 de 2006 y 50 de la Ley 1676 de 2013 y:

Confirmado el acuerdo de reorganización, el acreedor garantizado que no votó o votó negativamente el acuerdo tendrá derecho a que se pague inmediatamente su obligación garantizada con preferencia respecto del bien en garantía o con el producto del mismo, para lo cual le solicitará al juez del concurso la ejecución²⁵.

Por su parte, en los procesos de liquidación judicial, las garantías tampoco pueden ser ejecutadas por fuera de concurso, pues:

A partir de la apertura del proceso de liquidación judicial y dentro de los 6 meses siguientes al inicio del proceso o dentro del plazo previsto en el artículo 37 de la Ley 1116 de 2006, el acreedor garantizado podrá solicitar al juez del concurso la exclusión de los bienes en garantía de propiedad del deudor siempre y cuando la

²² Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 50.

²³ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 17.

²⁴ Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637. Artículo 2.2.2.4.2.36, inciso tercero.

²⁵ Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637. Artículo 2.2.2.4.2.37.

garantía haya sido oponible, ya sea por la tenencia, por el registro o por el control²⁶.

Sin perjuicio todo lo establecido con anterioridad, cabe precisar que, en relación a la vinculación de los acreedores y sus consecuentes créditos a los procesos concursales, los mismos se dividen en dos grandes grupos: **(i)** los causados con anterioridad al inicio del proceso concursal y que se encuentran sujetos a los términos del mismo y **(ii)** los que se causen con posterioridad a esa fecha que son tenidos como gastos de administración y se deben pagar con normalidad por parte del deudor conforme al artículo 71 de la Ley 1116 de 2006.

Ahora bien, frente al **principio de igualdad** que también rige los procesos concursales y que busca que los acreedores tengan el mismo tratamiento en los procesos de insolvencia, es importante precisar que el mismo se encuentra sujeto a diversas excepciones legales en virtud de las particulares de los diferentes acreedores que concurren al concurso en busca de su pago²⁷. En este sentido, el ordenamiento jurídico colombiano otorga determinadas preferencias a algunos acreedores, lo que en últimas, implica que el pago de sus acreencias se haga con anterioridad a otros acreedores, permitiendo que en caso de que la masa de bienes del deudor que se encuentra sujeta al concurso sea insuficiente para el pago de la totalidad de las acreencias, algunos de ellos tengan mejores probabilidades para lograr la satisfacción de sus créditos.

En atención a lo anterior, el Código Civil, la Ley 1116 de 2006 y la Ley 1676 de 2013, establecen la siguiente prelación de créditos en los procesos concursales para efectos del pago²⁸:

²⁶ Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637. Artículo 2.2.2.4.2.47.

²⁷ Paola Ordóñez Arias, “Capítulo XIV. Prolación de Créditos”, en: *Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III*, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes (Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017), 629-667.

²⁸ Pablo M. Corna establece que: “Los privilegios generales, que son los de más antigua extracción, consistían en un beneficio personal a favor de ciertos acreedores sin tener en cuenta la naturaleza del crédito. Así, por ejemplo, los tenían el Fisco imperial, sobre los bienes de los contribuyentes”. Pablo M. Corna, “Antecedentes históricos”, en: *Teoría general de los privilegios* (Buenos Aires: Cathedra Jurídica, 2008, 3.

1. Acreedores con garantía real a los que les aplica la Ley 1676 de 2013²⁹ ³⁰.
2. Créditos primera clase³¹.
3. Créditos segunda clase³².
4. Créditos tercera clase³³.
5. Créditos cuarta clase³⁴.
6. Créditos quinta clase³⁵.

Con fundamento en la prelación de créditos descrita se procederá a revisar cada una de ellas categorías señaladas³⁶:

1. **Acreedores con garantía real a los que les aplica la Ley 1676 de 2013 (Ley de Garantías Mobiliarias):** En virtud de lo estipulado en la Ley 1676 de 2013 y el Decreto 1835 de 2015, los acreedores a los que les aplican las mencionadas normas cuentan con la facultad de ejecutar sus garantías bajo determinados presupuestos y, pagarse por encima de los demás acreedores sujetos al proceso concursal, incluso los de primera clase³⁷, tal y como se explicará a continuación:

²⁹ Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículos 50, 51 y 52; reglamentada por el Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637.

³⁰ Dicha preferencia se materializa en caso de que los acreedores garantizados ejecuten sus garantías en el marco de los procesos concursales y en los términos establecidos en el Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637. Artículos 2.2.2.4.2.36, 2.2.2.4.2.37 y 2.2.2.4.2.47. De lo contrario, los créditos quedarán en segunda o tercera clase según sea el caso y serán pagados en los términos del concurso.

³¹ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2495; Ley 1564 de 2012, 12 de julio. Diario Oficial No. 48.489. Artículo 565; Ley 100 de 1993, 23 de diciembre. Diario Oficial No. 41.148. Artículo 126.

³² Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2497.

³³ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2499.

³⁴ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2503; Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 124.

³⁵ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2509.

³⁶ Cabe precisar que dicha prelación puede ser modificada en atención a lo establecido en la Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 41, según el cual, “la prelación de las obligaciones de la DIAN y demás autoridades fiscales, podrá ser compartida a prorrata con aquellos acreedores que durante el proceso hayan entregado nuevos recursos al deudor o que se comprometan a hacerlo en ejecución del acuerdo”. Sin perjuicio de lo anterior, el Decreto 560 de 2020, proferido en el marco de la emergencia generada por el Covid-19 y que tiene una vigencia de 2 años, en el párrafo 3° del artículo 5° postula que: “Las acreencias de primera clase a favor de LA DIAN y las entidades públicas quedarán subordinadas en el pago dentro de dicha clase, respecto de las acreencias que mejoren su prelación, como consecuencia de la financiación a la empresa en reorganización, por parte de los titulares de acreencias afectas al concurso”. En este sentido, para las empresas a las que les aplique el mencionado Decreto, los pagos de las acreencias de la DIAN y demás autoridades fiscales podrían ser posteriores a los de otros acreedores que apoyen a la empresa en concurso y mejoren su prelación.

³⁷ Salvo los créditos de alimentos y los de pensionados, los cuales mantienen una prelación especial y superior a los acreedores garantizados según el criterio de la Corte Constitucional conforme a la Sentencia C-145 de 2018, M.P: Diana Fajardo Rivera.

1.1. Acreedores con garantía real a los que les aplica la Ley 1676 de 2013 en los procesos recuperatorios de la Ley 1116 de 2006:

En el marco de los **procesos de reorganización**, el inciso 5° del artículo 50 de la Ley 1676 de 2013 establece que:

Confirmado el acuerdo de reorganización, el acreedor garantizado tendrá derecho a que se pague su obligación con preferencia a los demás acreedores que hacen parte del acuerdo. Si el acreedor garantizado tuviere una obligación pactada a plazo, el pago se realizará en el plazo originalmente pactado y siempre y cuando se pague el monto vencido con anterioridad a la apertura del proceso de reorganización. Igual tratamiento tendrá el acreedor garantizado que accede a que se venda el bien dado en garantía como parte del acuerdo de reorganización³⁸.

Por tanto, tal y como se estableció con anterioridad, el acreedor garantizado en todo caso debe concurrir al proceso concursal, hacerse parte del mismo para que, en el momento procesal correspondiente, esto es, después de la confirmación del acuerdo, pueda materializar la preferencia que le asiste y ejecutar las garantías de su crédito y satisfacer su acreencia. Lo anterior, siempre que no hubiese votado o votara negativamente el mencionado acuerdo^{39 40}.

Ahora bien, pese a que la Superintendencia de Sociedades había sostenido que para ejecutar la garantía el acreedor garantizado al que le aplique la Ley 1676 de 2013, debía quedar calificado y graduado como tal, en un reciente pronunciamiento en el marco del proceso de reorganización empresarial de la sociedad Organización Suma S.A.S, el juez del concurso dispuso que “no existe ninguna distinción entre acreedores con garantía mobiliaria o acreedores de segunda clase, sino por el contrario [...] la primera

³⁸ Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 50.

³⁹ Ello también aplica al proceso de validación judicial de acuerdos extrajudiciales de reorganización en el marco de lo consagrado en la Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 51.

⁴⁰ Todo lo anterior en concordancia con el Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637. Artículos 2.2.2.4.2.36 y 2.2.2.4.2.37.

denominación absorbió distintas denominaciones, entre otras la de los acreedores prendarios”⁴¹.

1.2. Acreedores con garantía real a los que les aplica la Ley 1676 de 2013 en los procesos liquidatorios de la Ley 1116 de 2006:

El artículo 52 de la Ley 1676 de 2013 dispone que:

Los bienes en garantía de propiedad del deudor en **liquidación judicial** podrán excluirse de la masa de la liquidación en provecho de los acreedores garantizados o beneficiarios de la garantía siempre y cuando la garantía esté inscrita en el registro de garantías mobiliarias o en el registro que, de acuerdo con la clase de acto o con la naturaleza de los bienes, se hubiere hecho conforme a la ley⁴².

Lo anterior, en concordancia con el artículo 2.2.2.4.2.47 del Decreto 1835 de 2015. Así, en el marco de los procesos de liquidación judicial los acreedores garantizados también cuentan con una prelación especial, siempre y cuando la respectiva garantía se encuentre inscrita en el registro de garantías mobiliarias de Confecámaras o en el registro que corresponda. Por ejemplo, para los inmuebles la mencionada inscripción deberá constar en el respectivo folio de matrícula inmobiliaria.

1.3. Vigencia de la Ley 1676 de 2013:

Sobre la vigencia de la Ley 1676 de 2013, es importante precisar que en su artículo 85 postula que:

Una garantía mobiliaria que haya sido debidamente constituida y sea efectiva según la legislación anterior a la entrada en vigencia de esta ley, continuará siendo efectiva y se aplicarán las reglas de prelación establecidas en esta ley. Para efectos de la aplicación de las reglas de ejecución deberá cumplir los requisitos de oponibilidad y registro establecidos en la presente ley, y de requerirse el registro deberá efectuarse dentro de los seis (6) meses siguientes a la vigencia de

⁴¹ Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 400-005345 del 31 de mayo de 2020 por medio del cual se resuelve la solicitud de ejecución de una garantía mobiliaria en el proceso de Organización Suma S.A.S. en Reorganización bajo el Radicado n.º 2020-01-214315.

⁴² Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 52.

la presente ley, manteniendo la prelación con la que contaba al momento de expedirse la presente ley⁴³.

En este sentido, para efectos de la ejecución de las garantías sobre muebles, que es la que otorga una preferencia a la de los demás acreedores en los procesos de insolvencia, se debe tener el respectivo registro, en los términos establecidos en la mencionada normativa, de lo contrario, a la luz de la normativa citada nos encontraremos ante la presencia de un acreedor de segunda clase, tal y como se explicará más adelante en el presente documento. Lo anterior, sin perjuicio del reciente pronunciamiento en el marco del proceso de reorganización empresarial de la sociedad Organización Suma S.A.S, citado con anterioridad, el cual desdibuja la distinción entre acreedor garantizado y de segunda clase⁴⁴.

1.4. Aplicación de la Ley 1676 de 2013 para las garantías sobre bienes inmuebles:

La Superintendencia de Sociedades en diversos fallos ha establecido que las reglas de ejecución de las garantías contenidas en la Ley 1676 de 2013 (Ley de Garantías Mobiliarias), resultan aplicables a garantías sobre bienes inmuebles, siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- 1.4.1.** Se haya perfeccionado con posterioridad a la entrada en vigencia de la Ley 1676 de 2013, es decir, del 21 de febrero de 2014 en adelante⁴⁵.
- 1.4.2.** Que en su texto se establezca la aplicabilidad de la ejecución conforme a la Ley de Garantías Mobiliarias y con ello de los artículos 50, 51 y 52 de la Ley 1676 de 2013⁴⁶.
- 1.4.3.** Que se realice el registro que corresponda en atención a la naturaleza del bien⁴⁷.

⁴³ Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 85.

⁴⁴ Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 400-005345 del 31 de mayo de 2020 por medio del cual se resuelve la solicitud de ejecución de una garantía mobiliaria en el proceso de Organización Suma S.A.S. en Reorganización bajo el Radicado n.º 2020-01-214315.

⁴⁵ Superintendencia de Sociedades, Oficio n.º 220-089805 del 28 de agosto de 2019.

⁴⁶ Superintendencia de Sociedades. Delegatura de Insolvencia. Acta No. 400-000359 de la audiencia del 18 de febrero de 2016 en el marco del proceso de reorganización empresarial de Daniel Arenas. Radicado n.º 2016-01-070195.

⁴⁷ Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 21 y siguientes.

1.5. Fiducias y encargos fiduciarios en garantía sobre bienes inmuebles y muebles:

La Ley 1116 de 2006 en el numeral 1° del artículo 43 dispone que:

Los créditos amparados por fiducias mercantiles y encargos fiduciarios se asimilan a los créditos de la segunda y tercera clase previstos en los artículos 2497 y 2499 del Código Civil, de acuerdo con la naturaleza de los bienes fideicomitidos o que formen parte del patrimonio autónomo, salvo cláusula expresamente aceptada por el respectivo acreedor que disponga otra cosa⁴⁸.

Lo anterior, implica que las fiducias mercantiles y los encargos fiduciarios tienen el mismo tratamiento con el que cuentan las garantías mobiliarias e inmobiliarias, por tanto, les puede resultar aplicable lo dispuesto en la Ley 1676 de 2013, siempre y cuando: **(i)** cumplan los requisitos de oponibilidad, registro y existencia expuestos con anterioridad para las fiducias con muebles como bienes fideicomitidos y, **(ii)** en el caso de las fiducias que tengan como bienes fideicomitidos inmuebles se cumpla lo establecido en el numeral 1.4 inmediatamente anterior.

Adicional, la misma Ley de Garantías Mobiliarias postula que:

Al contrato de fiducia en garantía se aplicará lo dispuesto en la presente ley en lo referente al registro, la oponibilidad y la restitución de la tenencia del bien objeto de comodato precario. El registro establecido en esta ley tendrá para el contrato de Fiducia Mercantil con fines de garantía los efectos previstos en el parágrafo del artículo 55⁴⁹ de la Ley 1116 de 2006⁵⁰.

Con fundamento en lo anterior, a las fiducias en garantía, bien sea sobre bienes muebles o inmuebles, también les aplica lo establecido en la Ley 1676 de 2013 para efectos de ejecución de sus garantías y, con ello, del pago de sus acreencias de conformidad con lo

⁴⁸ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 43.

⁴⁹ En el que se establece bienes que no forman parte de la masa concursal, donde se pone de presente que el Gobierno Nacional reglamentará los casos en los cuales los bienes transferidos a título de fiducia mercantil con fines de garantía se excluyen de la masa de la liquidación.

⁵⁰ Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888. Artículo 3°, Parágrafo.

dispuesto en los artículos 50, 51 y 52 de mencionada normativa. Ello, sin perjuicio de que se cumplan los respectivos requisitos de registro y existencia.

2. Créditos de primera clase: El artículo 2495 del Código Civil establece cuáles son los créditos de primera clase y hoy en día, en virtud de los diferentes pronunciamientos de la Corte Constitucional y de la armonización de las normas concursales las siguientes son las subclases de la primera clase:

2.1. Obligaciones alimentarias a favor de menores: El artículo 565 de la Ley 1564 de 2012, establece que los créditos que se originan de obligaciones alimentarias priman sobre todos los demás. Frente a este punto es importante precisar que, conforme a la Sentencia C-145 de 2018 de la Corte Constitucional de Colombia, los derechos de los acreedores garantizados priman sobre los de todos los demás conforme a la Ley 1676 de 2013, “siempre que los demás bienes del deudor sean suficientes para asegurar el pago de las obligaciones alimentarias de los niños y las salariales y prestacionales derivadas del contrato de trabajo”⁵¹.

2.2. Obligaciones laborales y pensionales: La Ley 100 de 1993 establece de forma expresa que las acreencias laborales y pensionales corresponden a la primera clase⁵². No obstante lo anterior, de conformidad con lo establecido en el artículo 32 de la Ley 1429 de 2010 los descuentos efectuados a trabajadores y los aportes al sistema de seguridad social a saber: pensión, salud y ARL no hacen parte del proceso concursal⁵³.

2.3. Costas judiciales en interés general de los acreedores: Artículo 2495 del Código Civil.

2.4. Gastos funerarios necesarios: Lo establece el artículo 2495 del Código Civil y es por “razones públicas de salubridad”⁵⁴.

2.5. Gastos de enfermedad de que haya fallecido el deudor: Artículo 2495 del Código Civil.

⁵¹ Corte Constitucional. Sentencia C-145 de 2018, M.P: Diana Fajardo Rivera.

⁵² Ley 100 de 1993, 23 de diciembre. Diario Oficial No. 41.148. Artículo 126.

⁵³ Ley 1429 de 2010, 29 de diciembre. Diario Oficial 47.937. Artículo 32.

⁵⁴ Paola Ordóñez Arias, “Capítulo XIV. Prelación de Créditos”, en: *Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III*, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes (Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017), 636.

- 2.6. Artículos necesarios de subsistencia suministrados al deudor y a su familia los últimos tres meses:** Lo postula el artículo 2495 del Código Civil.
- 2.7. Créditos del fisco:** Dicha prelación aplica para tributos municipales, territoriales y del orden nacional y se incluyen en la clasificación los créditos parafiscales⁵⁵. Sin embargo, las retenciones de carácter fiscal no hacen parte de los procesos concursales y, por tanto, se encuentran excluidas de los mismos⁵⁶.
- 3. Créditos de segunda clase:** Gozan de los privilegios propios de esta clase los que dispone el artículo 2497 del Código Civil en concordancia con el artículo 43 de la Ley 1116 de 2006, a saber:
- 3.1.** El posadero sobre los efectos del deudor, introducidos por éste en la posada, mientras permanezcan en ella, y hasta concurrencia de lo que se deba por alojamiento, expensas y daños.
- 3.2.** El acarreador o empresario de transportes sobre los efectos acarreados que tenga en su poder o en el de sus agentes o dependientes, hasta concurrencia de lo que se deba por acarreo, expensas y daños; con tal que dichos efectos sean de la propiedad del deudor. Se presume que son de la propiedad del deudor, los efectos introducidos por él en la posada, o acarreados de su cuenta.
- 3.3.** El acreedor prendario sobre la prenda⁵⁷, es decir hasta el monto de la garantía constituida a su favor.
- 3.4.** Los créditos derivados de fiducias en garantía que recaigan sobre bienes muebles⁵⁸.
- 3.5.** Las sumas o créditos que por concepto de cuotas hubieren cancelado los promitentes compradores en los proyectos de vivienda^{59 60}.

⁵⁵ Paola Ordóñez Arias, “Capítulo XIV. Prolación de Créditos”, en: *Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III*, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes (Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017), 636 – 637.

⁵⁶ Ley 1429 de 2010, 29 de diciembre. Diario Oficial 47.937. Artículo 32.

⁵⁷ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2497.

⁵⁸ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 43.

⁵⁹ Ley 66 de 1968, 26 de diciembre. Diario Oficial 32.681. Artículo 21; Ley 388 de 1997, 16 de julio. Diario Oficial 43.091. Artículo 125.

⁶⁰ Dicha prelación también la ha otorgado la Superintendencia de Sociedades a los beneficiarios de área en el marco de encargos fiduciarios. Así ha establecido: “[...] para este Despacho es claro que en el presente caso debe darse a los beneficiarios de área un tratamiento equivalente al que da la ley a los promitentes compradores de vivienda, sobre todo teniendo en cuenta que en la actualidad la vinculación como beneficiario de área a un encargo fiduciario cumple la misma

Con respecto a los numerales 3.3 y 3.4, es importante precisar que, a lo largo del proceso concursal, los acreedores con garantías mobiliarias a los que les aplique la Ley 1676 de 2013 y sus decretos reglamentarios, estarán calificados en la segunda clase para efectos del proyecto de calificación y graduación de créditos, cosa diferente es que para efectos del pago, estos acreedores puedan ejecutar sus garantías y tener una preferencia especial para la satisfacción de sus créditos, tal y como se expuso en el numeral 1 del presente capítulo.

- 4. Créditos de tercera clase:** Pertencen a esta clase los créditos hipotecarios y las fiducias en garantía sobre bienes inmuebles, a las cuales, tal y como se estableció con anterioridad⁶¹ les puede aplicar lo dispuesto en la Ley 1676 de 2013, bajo los supuestos establecidos en el numeral 1 del presente capítulo. No obstante lo anterior, es pertinente establecer que con respecto a los acreedores que tienen una garantía sobre bienes inmuebles o sobre una fiducia sobre bienes inmuebles, los mismos estarán calificados en tercera clase para efectos del proyecto de calificación y graduación de créditos, cosa diferente es que con respecto al pago estos acreedores puedan dar aplicación a lo consagrado la Ley 1676 de 2013 y ejecutar sus garantías, para de esta forma, satisfacer sus créditos antes que los demás acreedores del proceso de insolvencia.
- 5. Créditos de cuarta clase:** La cuarta clase de créditos se encuentra compuesta conforme al artículo 2502 del Código Civil colombiano por:
 - 5.1.** “Los del fisco contra los recaudadores, administradores y rematadores de rentas y bienes fiscales”.
 - 5.2.** “Los de los establecimientos de caridad o de educación, costeados con fondos públicos y los del común de los corregimientos contra los recaudadores, administradores y rematadores de sus bienes y rentas”.
 - 5.3.** “Los de los hijos de familia por los bienes de su propiedad que administra el padre sobre los bienes de éste”.

función económica que cumplía la promesa de compraventa en los negocios de comercialización inmobiliaria”. Superintendencia de Sociedades, Acta n.º 610-000373 del 11 de octubre de 2018 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Promotora Saint Joseph S.A.S. En Liquidación Judicial bajo el Radicado n.º 2018-02-020545.

⁶¹ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2499.

- 5.4. “Los de las personas que están bajo tutela y curaduría, contra sus respectivos tutores o curadores”.
- 5.5. Los de los proveedores de materias primas o insumos necesarios para la producción o transformación de bienes o para la prestación de servicios⁶².
6. **Créditos de quinta clase:** La quinta y última clase comprende los bienes que no gozan de preferencia⁶³.

Finalmente, es importante precisar que, de conformidad con el artículo 126 de la Ley 1116 de 2006, lo dispuesto en ella prima sobre cualquier otra de carácter ordinario, lo que denota la importancia de esta norma y la prevalencia de los principios de universalidad y de igualdad y de las reglas de prelación de créditos en el ordenamiento jurídico colombiano.

Sin perjuicio de lo anterior, la legislación concursal de la Ley 1116 de 2006, tiene unas materias y créditos que se excluyen del concurso, en pro de preservar ciertos bienes jurídicos relevantes, como la seguridad de los recursos del público, constituyendo una **no masa** de los procesos concursales. Así, el numeral 2° del artículo 5° y en los párrafos de los artículos 50 y 38 de la Ley 1116 de 2006, exceptúan de la aplicación del régimen concursal, a las siguientes y exclusivas materias que, en los términos del artículo 150 de la Constitución de 1991, se relacionan con actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público realizadas en el mercado de valores, a saber: **(i)** las transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable que hayan recibido una orden de transferencia aceptada por el **sistema de compensación y liquidación** de que tratan los artículos 2°, 10 y 11 de la Ley 964 de 2005⁶⁴ y **(ii)** los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la **emisión** de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores⁶⁵, por lo que para explicar el sentido y alcance de esa no masa es necesario acudir a las normas del mercado público de valores, las cuales se desarrollarán en el siguiente capítulo.

⁶² Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 124.

⁶³ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 2509.

⁶⁴ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5°, numeral 2°, literal a).

⁶⁵ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5°, numeral 2°, literal b).

III. EL PRINCIPIO DE FINALIDAD Y LA PROTECCIÓN DE GARANTÍAS EN LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA LEY 964 DE 2005 Y LAS EMISIONES DE VALORES Y DERECHOS DE NATURALEZA NEGOCIABLE EN LA LEY 1116 DE 2006.

La Ley 964 de 2005, norma de intervención económica proferida por el Congreso de la República de conformidad con lo establecido en el artículo 150 de la Constitución Política de 1991⁶⁶, busca en general mantener la confianza del público en el mercado de valores⁶⁷, proteger la transparencia y seguridad de dicho mercado y evitar el riesgo sistémico. En este sentido dicha ley consagra reglas especiales tanto respecto de la actividad de compensación y liquidación de las operaciones sobre valores como de la actividad de emisión y oferta de valores⁶⁸.

A su vez, la Ley 1116 de 2006, en el numeral 2º del artículo 5º, establece entre las facultades y atribuciones del juez del concurso el “ordenar las medidas pertinentes a proteger, custodiar y recuperar los bienes que integran el activo patrimonial del deudor, incluyendo la revocatoria de los actos y/o contratos efectuados en perjuicio de los acreedores, con excepción de”:⁽ⁱ⁾ las transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable a los que les aplique los principios de finalidad y de protección de las garantías⁶⁹ y ⁽ⁱⁱ⁾ los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia⁷⁰.

Por otra parte, los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006, postulan los efectos de la no presentación o falta de confirmación del acuerdo de reorganización y de la apertura del proceso de liquidación judicial, respectivamente, los cuales en sus párrafos⁷¹ dictan lo siguiente:

⁶⁶ Dicho artículo establece que corresponde al Congreso de la República hacer las leyes y por medio de ellas ejerce las siguientes funciones: “Expedir las leyes de intervención económica, previstas en el artículo 334, las cuales deberán precisar sus fines y alcances y los límites a la libertad económica”. Constitución Política de Colombia de 1991, 20 de julio. Gaceta Constitucional 116. Artículo 150, numeral 21.

⁶⁷ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 1º, literal a), numeral 4º.

⁶⁸ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 3º, literales f) y a).

⁶⁹ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5º, numeral 2º, literal a).

⁷⁰ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5º, numeral 2º, literal b).

⁷¹ Cabe precisar que los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006 son exactamente iguales.

PARÁGRAFO. Lo previsto en el presente artículo no se aplicará respecto de cualquier tipo de acto o contrato que tenga por objeto o como efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia o del exterior, ni respecto de patrimonios autónomos constituidos para adelantar procesos de titularización a través del mercado público de valores, ni de aquellos patrimonios autónomos que tengan fines de garantía que formen parte de la estructura de la emisión.

Ahora bien, es importante precisar que existe una diferencia entre: **(i)** las transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable que hayan recibido una orden de transferencia aceptada por el **sistema de compensación y liquidación** de que tratan los artículos 2º, 10 y 11 de la Ley 964 de 2005⁷², que es frente a las cuales aplican los principios de finalidad y de protección a las garantías y **(ii)** los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la **emisión** de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores⁷³. A continuación, se van a tratar tanto los sistemas de compensación y liquidación y de los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores y su interacción con la Ley 1116 de 2006:

1. Sistemas de compensación y liquidación de la Ley 964 de 2005.

Los sistemas de compensación y liquidación son entendidos como “el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores”⁷⁴ y cumplen con un papel fundamental en la infraestructura del mercado público de valores pues, permiten que las operaciones sobre valores realizadas en las bolsas se cumplan de forma completa y definitiva, incluyendo la ejecución de las garantías a las que haya lugar⁷⁵. De esta manera, los sistemas de compensación y liquidación, pueden ser entendidos como una **plaza de**

⁷² Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5º, numeral 2º, literal a).

⁷³ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 5º, numeral 2º, literal b).

⁷⁴ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 9º.

⁷⁵ Mariana Castellanos Ramírez, “Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 217.

cumplimiento de las operaciones realizadas en el mercado público de valores⁷⁶, mediante los que se mitigan los riesgos de crédito, legales, de liquidez, operativos y del sistema⁷⁷.

Así, de acuerdo a lo previsto en el párrafo del artículo 9º de la Ley 964 de 2005, la **compensación** es el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de cada una de las partes de la operación efectuada en el mercado público de valores y los derechos que le asisten a cada una. Por su parte, la **liquidación** es el procedimiento mediante el cual se cumplen definitivamente estas obligaciones⁷⁸, es decir, cuando se efectúa la entrega de una parte de los valores y de la otra los fondos convenidos, cerrándose de esta forma la transacción.

Asimismo, los sistemas de liquidación y compensación con el objetivo de mitigar los riesgos, establecen las calidades que deben tener los participantes de los mismos. En este sentido, pueden ser participantes de los mencionados sistemas, las personas legalmente autorizadas para ello y que cumplan los requisitos establecidos en el reglamento del respectivo sistema para su acceso⁷⁹, los cuales deben ser “objetivos, públicos, equitativos, transparentes y basados en consideraciones legales o de prevención y mitigación de los riesgos”⁸⁰. Así, de conformidad con lo establecido en el artículo 3º del Decreto 1456 de 2007 incorporado en el artículo 2.12.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 en los sistemas de compensación y liquidación, pueden ser participantes del sistema:

- Las personas jurídicas que prevea el reglamento de dicho sistema, siempre que se trate de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Las entidades públicas que estén legalmente facultadas para utilizar sistemas de negociación para realizar sus operaciones de tesorería.
- Las entidades del exterior que desarrollen actividades en el sistema de compensación y liquidación de pagos y de valores del respectivo país, los organismos internacionales y los bancos centrales del exterior.

⁷⁶ *Ibíd.*

⁷⁷ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 2º, literal b).

⁷⁸ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 9º, Párrafo.

⁷⁹ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 2º.

⁸⁰ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 2º, literal b).

Ahora bien, los sistemas de liquidación y compensación para dar cumplimiento a las operaciones efectuadas en el mercado de valores cuentan con: **(i)** el principio de finalidad y **(ii)** el principio de protección de las garantías entregadas por cuenta de los participantes.

1.1. Principio de finalidad:

La Ley 964 de 2005 en su artículo 10° postula la existencia del principio de finalidad, de acuerdo con el cual las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores se entienden firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.

A su vez, ese mismo artículo en su párrafo 1° establece que, en atención al carácter definitivo que tienen esas operaciones, tanto los valores como los fondos de negociación aceptados por sistemas de compensación y liquidación, no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas que impidan el efectivo cumplimiento de la transacción, donde se incluyen las decretadas en el marco de los procesos de insolvencia. Lo anterior, una vez se cumplan los requisitos y controles del sistema en los términos del Decreto 1456 de 2007. Dichos requisitos o controles de riesgo deben “permitir que se prevengan o mitiguen, de forma eficaz, los riesgos de crédito, de liquidez, operacional, sistémico y legal⁸¹ tal y como están contemplados en el Decreto 1400 de 2005⁸² ⁸³ el cual define en su artículo 1° los mencionados riesgos de la siguiente forma:

1.1.1. Riesgo de Crédito: Es el riesgo de que uno de los participantes incumpla de forma definitiva con la obligación derivada de la compensación y/o liquidación de la misma⁸⁴.

1.1.2. Riesgo Legal: Es el riesgo de incumplimiento de una obligación resultante de la compensación y/o liquidación por causas imputables a debilidades o vacíos del marco

⁸¹ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 2°, literal e).

⁸² Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 6°.

⁸³ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1°.

⁸⁴ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1°, literal i).

legal vigente, los reglamentos o los contratos, afectando así la exigibilidad de las obligaciones de los participantes en el mercado⁸⁵.

1.1.3. Riesgo de Liquidez: Es el riesgo de que uno de los participantes incumpla con la obligación derivada de la compensación y/o liquidación de la misma, pero que pueda cumplir en un momento posterior⁸⁶.

1.1.4. Riesgo Operativo: Es el riesgo de derivado de errores humanos o de falla en los equipos, los programas de computación o los sistemas y canales de comunicación que se requieran para el adecuado y continuo funcionamiento de un sistema de pago⁸⁷.

1.1.5. Riesgo Sistémico: Es el riesgo que se genera cuando existe un incumplimiento total o parcial de un participante en un sistema de pago a una o varias obligaciones a su cargo, o la interrupción o mal funcionamiento de dicho sistema que pueden derivar en que:

- Otros participantes en el mismo sistema de pago no puedan cumplir a su vencimiento con las obligaciones a su cargo.
- Otros participantes de otro sistema de pago, ya sea de bajo valor o de alto valor, no puedan cumplir a su vencimiento con las obligaciones a su cargo.
- Otras instituciones o personas que operen en el sistema financiero o en el mercado público de valores no puedan cumplir a su vencimiento con las obligaciones a su cargo y/o que se genere problemas significativos de liquidez o de crédito en el sistema⁸⁸.

Cabe precisar que “ningún sistema de compensación y liquidación podrá tener como aceptada una orden de transferencia antes de que se haya realizado la confirmación correspondiente, por uno o todos los participantes en la respectiva operación, según prevea el reglamento”⁸⁹. Adicional, en un sistema que compense y liquide operaciones bajo la modalidad de liquidación bruta,

⁸⁵ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1º, literal j).

⁸⁶ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1º, literal k).

⁸⁷ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1º, literal l).

⁸⁸ Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900. Artículo 1º, literal m).

⁸⁹ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 6º.

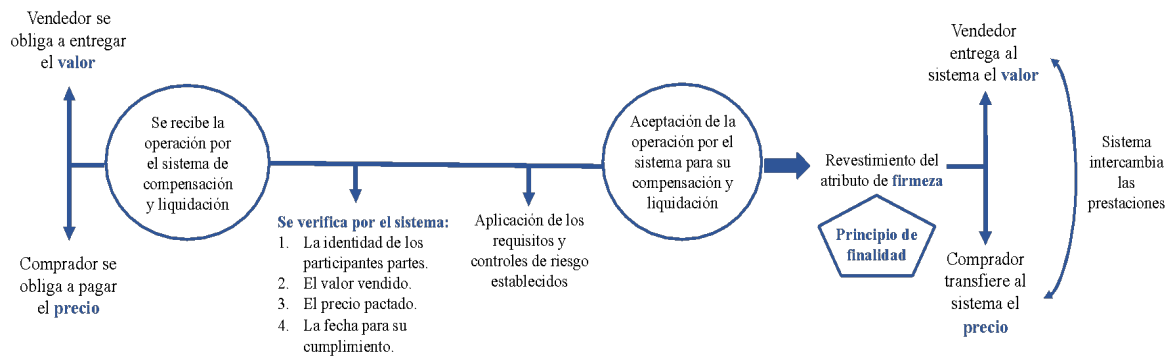
Se entiende que la orden de transferencia ha cumplido los controles de riesgo y, por lo tanto, ha sido aceptada, a partir del momento en que se haya verificado la existencia de saldos suficientes en la cuenta de valores y, de ser el caso, en la cuenta de dinero de los participantes, y se hayan efectuado los respectivos asientos contables, sin perjuicio del cumplimiento de los otros controles de riesgo previstos en el reglamento del sistema”⁹⁰.

Por su parte, en un sistema que compense y liquide operaciones bajo la modalidad de liquidación neta diferida, se entenderá que una orden de transferencia ha sido aceptada, en el momento que haya cumplido a cabalidad con todos los requisitos y controles de riesgo establecidos en el reglamento del respectivo sistema, como lo son: **(i)** la comprobación de la disponibilidad en las líneas de crédito bilaterales y multilaterales, **(ii)** la idoneidad y la suficiencia de las garantías, **(iii)** la disponibilidad de saldo y **(iv)** las demás medidas de mitigación de riesgo previstas en el reglamento⁹¹.

Conforme a lo anterior, en las operaciones efectuadas en el mercado público de valores, es a partir de que el sistema de compensación y liquidación: **(i)** recibe la operación, **(ii)** verifica los requisitos mínimos y controles establecidos por los sistemas que buscan mitigar los riesgos mencionados con anterioridad, y **(iii)** se acepta la operación, que se reviste la misma con el principio de finalidad y, con ello, de la firmeza que en virtud del mencionado principio le asistirá a la operación proveniente de una negociación en el mercado financiero, bien sea en una bolsa de valores o en un mercado financiero extrabursátil (OTC por sus siglas en inglés) así:

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ *Ibid.*



El anterior esquema se deriva de la explicación otorgada por Mariana Castellanos Ramírez en el Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores del libro Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV⁹².

Adicional, el principio de finalidad, tal y como lo establece la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005, busca la irrevocabilidad de las transacciones efectuadas en el mercado público de valores y favorece el cumplimiento recíproco de obligaciones, incluso más allá de los procesos de insolvencia o la liquidación de alguno de los participantes, lo cual, reduce los riesgos en las operaciones y mitiga las asimetrías que pueden existir entre los participantes de la transacción⁹³. En este sentido, tal y como lo establece Mariana Castellanos, el principio de finalidad “no significa nada distinto a la firmeza e irrevocabilidad de la liquidación de las operaciones efectuadas en uno o varios sistemas de compensación y liquidación de valores”⁹⁴.

Lo anterior, también lo han establecido otros doctrinantes como Carlos Fradique-Méndez, al poner de presente que:

[L]as órdenes de transferencia no pueden ser impugnadas, anuladas, ser dejadas sin efecto o de cualquier otra forma ser objeto de medidas que suspendan o limiten su perfeccionamiento. Dentro de estas medidas se encuentran [...] los

⁹² Mariana Castellanos Ramírez, “Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 221-222.

⁹³ Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2013110572-002 del 5 de febrero de 2014.

⁹⁴ Mariana Castellanos Ramírez, “Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 229.

procesos de reorganización, la toma de posesión, la disolución de cualquiera de los contratantes o su liquidación⁹⁵.

En este sentido, se busca la protección de todo el sistema y la consolidación de la confianza de los diferentes participantes del mercado de valores, pues, de lo contrario podría existir un efecto dominó en el que diferentes participantes del mercado empiecen a incumplir las operaciones pudiendo generar que todo el sistema colapse⁹⁶.

1.2. Principio de protección de las garantías.

Los sistemas de compensación y liquidación también cuentan con la protección de las garantías que entregan los diferentes participantes en el mercado. Así, el artículo 11 de la Ley 964 de 2005 postula que aquellas garantías entregadas por un participante y que estén afectas al cumplimiento de las operaciones u órdenes de transferencia aceptadas por el sistema y la compensación y liquidación de las mismas, no podrán ser objeto ninguna medida cautelar administrativa o judicial hasta tanto no se cumplan en su totalidad las obligaciones originadas de tales operaciones u órdenes⁹⁷. Conforme a lo anterior, también se les otorga una protección especial y, el sistema puede hacer efectivas las garantías “en los casos de incumplimiento del participante, sin necesidad de autorización judicial, aun si este fuera sometido a un proceso de insolvencia”⁹⁸.

Así mismo, el artículo 8° del Decreto 1459 de 2007 postula que aquellas garantías entregadas por cuenta de un participante al sistema de compensación y liquidación de operaciones, propias o de un tercero, “que estén destinadas a asegurar el cumplimiento de la liquidación

⁹⁵ Carlos Fradique-Méndez, “Guía del mercado de valores”. Bolsa de Valores de Colombia. (2008): 197, https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

⁹⁶ Dicha preocupación no es sólo un tema particular del ordenamiento jurídico colombiano, a nivel internacional existe una amplia regulación en temas de protección de los mercados públicos de valores en los que se busca mantener la confianza de los participantes del mercado y lograr el cumplimiento de las operaciones efectuadas en el mismo. Lo anterior, con independencia de los procesos de insolvencia de alguno de ellos. Entre dichas regulaciones se encuentra la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 19 de mayo de 1998 que regula lo relativo a la sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores (DO L 166 de 11.6.1998, p. 45).

⁹⁷ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 11.

⁹⁸ Mariana Castellanos Ramírez, “Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 231.

efectuada por dicho sistema, se encuentran protegidas en los términos dispuestos por los artículos 10° y 11 de la Ley 964 de 2005⁹⁹ a partir del momento de la constitución y mientras no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de las operaciones garantizadas.

1.3. Transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable que hayan recibido una orden de transferencia aceptada por el sistema de compensación y liquidación de que tratan los artículos 2°, 10° y 11 de la Ley 964 de 2005 en la Ley 1116 de 2006.

Tal y como se estableció con anterioridad, los sistemas de compensación y liquidación se crean para hacer el cumplimiento lo más seguro posible, por ello, existen los principios de finalidad y de ejecución de garantías. Para explicar el funcionamiento de estos principios en el marco de un proceso de insolvencia de la Ley 1116 de 2006, conforme a la regulación expuesta en la primera parte de este capítulo, pensemos en una operación de compraventa de valores, en virtud de la cual el participante A le va a comprar al participante B unos bonos y ambos participantes entregaron al sistema otros valores en garantía que en su momento cumplían con los requisitos de idoneidad y suficiencia propios de las garantías. Dicha operación de compraventa ya fue aceptada por el sistema de compensación y liquidación, el cual, en nuestro ejemplo liquida las operaciones bajo la modalidad de liquidación neta diferida. No obstante lo anterior, antes de que el participante A entregara efectivamente el dinero al sistema y, pese a las validaciones previas, ingresa a un proceso de insolvencia en los términos de la Ley 1116 de 2006, por lo que pese a que B entregó los bonos no se intercambiaron las prestaciones y, por tanto, no se liquidó la operación.

En este caso, atendiendo el principio de finalidad, al existir una aceptación por parte del sistema de compensación y liquidación, la transacción es irrevocable, por lo que debe cumplirse y perfeccionarse. Así, conforme al principio de protección de las garantías, el sistema ejecutará la garantía y pagará a B lo que corresponda. Sin perjuicio de lo anterior, en caso de que la garantía sea insuficiente y, en el marco del sistema ya no quede nada más que ejecutar, B tendrá un crédito que deberá satisfacerse en el marco del proceso concursal, en el cual, en principio, conforme a lo expuesto en el capítulo II se encontrará en quinta clase. Lo

⁹⁹ Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615. Artículo 8°.

anterior, toda vez que ni la Ley 1116 de 2006 ni la Ley 964 de 2005 establecen algún tipo de preferencia especial en el pago de estos créditos pues, lo que las mencionadas normas protegen es la liquidación de la operación en sí misma y la de las correlativas garantías que existan.

Ahora bien, supongamos que con los mismos presupuestos, en el marco de un sistema que compense y liquide sus operaciones bajo la modalidad de liquidación bruta y, A entregó el dinero pero B no entregó los valores y, por tanto, no se liquidó la operación y B ingresa al proceso de insolvencia, en este caso. B conforme lo dicta el artículo 5º, numeral 2º, literal b) de la Ley 1116 de 2006, B deberá entregar los valores y los mismos no harán parte de la masa concursal, con el objetivo de que se puedan intercambiar las prestaciones y liquidar la operación, cosa diferente es que el dinero pueda ingresar a la masa del concurso y se convierta en prenda general de los acreedores.

Conforme a lo expuesto con anterioridad, lo que realmente protege el artículo 5º, numeral 2º, literal b) de la Ley 1116 de 2006 y los artículos 10º y 11 de la Ley 964 de 2005 es la transacción en sí misma y su liquidación en el sistema, con el objetivo de que se realice el intercambio de las prestaciones y la ejecución de las garantías, si a eso hay lugar teniendo en cuenta la modalidad de liquidación y los controles y requisitos del sistema pero, los saldos que se lleguen a generar, al no existir a donde ir a cobrar en el sistema deben hacer parte del concurso y pagarse en los términos del mismo.

1.4. Operaciones REPO: Regulación especial y tratamiento en el marco de los procesos de insolvencia.

Las operaciones REPO se encuentran definidas en el artículo 2.36.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 de la siguiente forma:

Las operaciones de reporto o repo son aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero

("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada¹⁰⁰.

Así, se puede decir que las mencionadas operaciones son aquellas en las que “una parte transfiere a la otra la propiedad de unos valores a cambio de que esta última le entregue una suma de dinero o unos valores [...] que se tienen como equivalente al precio del valor dado en propiedad”¹⁰¹, con el compromiso de regresar mediante una recompra esos valores por parte del nuevo propietario de los mismos a un monto final y en un tiempo previamente acordado.

Frente a estas operaciones es importante poner de presente que el artículo 7º del Decreto 1456 de 2007, establece que las órdenes de transferencia podrán ser recibidas y aceptadas para liquidación por un sistema de compensación y liquidación el día del cumplimiento de cada una de las órdenes de transferencia, revistiendo en ese momento de la aceptación del principio de finalidad. Es decir, se podría decir que a la luz del mencionado artículo la operación de compra y recompra (ida y regreso), tienen una liquidación y un revestimiento del principio de finalidad independientes.

Por otra parte, el artículo 14 de la Ley 964 de 2005 dispone que en las operaciones REPO se da la transferencia de la propiedad de los valores entregados y, es hasta la entrega de los mismos, que actúa la protección de los sistemas de compensación y liquidación. Ahora bien, tal y como se estableció con anterioridad, de las mencionadas operaciones de compra se derivan unas obligaciones subsiguientes que se encuentran reguladas por el mencionado artículo 14 y que disponen los efectos en caso de incumplimiento de alguna de las partes de la siguiente forma:

- Una vez cumplido el plazo o la condición para la recompra, si los títulos originalmente utilizados en la operación fueron enajenados, deberá entregar otros de la misma especie, clase y monto¹⁰².

¹⁰⁰ Decreto 2555 de 2010, 15 de julio. Diario Oficial 47.771. Artículo 2.36.3.1.1.

¹⁰¹ Daniel Rincón Vargas, “Capítulo IX. Contratos de Repos, simultáneas y transferencia temporal de valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo III*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 267.

¹⁰² Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, literal a).

- Si quien inicialmente transfiere los valores incumple su obligación de pagar el precio de readquisición, su contraparte mantendrá el derecho de propiedad sobre los mismos. Sin embargo, deberá entregar a su contraparte la diferencia que resulte entre el precio acordado y el precio de mercado del valor en la fecha del incumplimiento¹⁰³.
- Si quien inicialmente adquiere los valores incumple su obligación de retransferirlos, su contraparte no tendrá obligación de pagar un precio por los mismos. La contraparte tendrá derecho a la diferencia que resulte entre el precio acordado y el precio de mercado del valor en la fecha del incumplimiento¹⁰⁴.

Además, cuando se presente un incumplimiento de las operaciones en los términos mencionados con anterioridad y,

[S]e presente un procedimiento concursal, una toma de posesión para liquidación o, acuerdos globales de reestructuración de deudas, respecto de las partes que intervienen en la misma se dará por terminada anticipadamente la operación a partir de la fecha en que se haya adoptado la decisión respectiva.

En este caso, se procederá como se dispone en el presente artículo según la posición de la parte incumplida en la respectiva operación. En el caso previsto en el literal c) la parte que transfirió los valores tendrá derecho a que se le reconozca un crédito por una suma equivalente a la diferencia entre el valor de la obligación a la fecha respectiva y el precio de mercado del valor el día de la declaración del proceso concursal. En el caso de los intercambios de valores y de las transferencias temporales de valores, si la contraparte de la entidad respecto de la cual se inició un proceso concursal entregó valores con un mayor precio de mercado, tendrá derecho a que se le reconozca un crédito por una suma equivalente a la diferencia de precios entre los dos valores. Estos créditos no forman parte de los activos del proceso concursal y deberán satisfacerse a la mayor brevedad posible¹⁰⁵.

¹⁰³ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, literal b).

¹⁰⁴ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, literal c).

¹⁰⁵ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, parágrafo 1°.

En este sentido, se tiene una regulación especial para el caso de las operaciones REPO y los efectos que sobre ellas tienen los procesos de insolvencia de la Ley 1116 de 2006.

2. Actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en la Ley 1116 de 2006.

2.1. Concepto de emisión y oferta pública.

El concepto de *emisión* conforme a la Real Academia Española es entre otras, la acción poner en circulación títulos o valores¹⁰⁶ en este orden de ideas, se debe precisar que las emisiones en sí mismas buscan poner en el mercado unos valores, sobre la base de lo postulado en el artículo 2º de la Ley 964 de 2005, es decir, que la emisión y oferta de valores se edifique sobre el presupuesto de tiene por objeto o como efecto la captación de recursos del público, lo anterior, con independencia del origen de la oferta que puede ser pública o privada.

Así, una **oferta pública**¹⁰⁷, será aquella que cumpla con los requisitos establecidos en el artículo 6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, a saber:

- Sea dirigida a personas no determinadas o a 100 o más personas determinadas.
- Tenga como fin el suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.
- El emisor y los valores deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, volviéndose este un requisito de ingreso al mercado de valores y un presupuesto necesario para realizar ofertas en el mismo¹⁰⁸.

En contraposición la privada será aquella que no se considere pública de conformidad con el referido artículo del Decreto 2555 de 2010. Cabe precisar que la noción de oferta pública del

¹⁰⁶ Real Academia Española, “Emisión”. Diccionario de la lengua española. (2020): <https://dle.rae.es/emisión>

¹⁰⁷ Cabe precisar que para efectos del presente trabajo la oferta pública es la que cobra especial relevancia tal y como se verá más adelante.

¹⁰⁸ Néstor Raúl Fagua Guaque, “Capítulo I. La oferta pública como una actividad del mercado de valores”, en: *Régimen del Mercado de Valores: Tomo II*, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2019), 1-2.

artículo 6.1.1.1.1 del mencionado Decreto “es una definición general que aplica tanto para el mercado primario como para el secundario”¹⁰⁹.

2.2. Actos y contratos que tienen como objeto o efecto la emisión de valores y derechos de naturaleza negociable.

El artículo 5º, numeral 2º, literal b) y los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006, tal y como se estableció en la primera parte del presente capítulo, postulan una protección a los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores y derechos de naturaleza negociable en el mercado **público** de valores, por lo que la protección cobijada por la mencionada norma se circunscribe a la oferta pública en el mercado de valores en concordancia con el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010. Por lo anterior, si bien la Ley 1116 de 2006 se refiere a “derechos de naturaleza negociable”, en donde podría caber cualquier tipo de emisión, lo cierto es que la norma lo limita al mercado público de valores y, con ello, a la oferta pública en el marco del mencionado foro.

Ahora bien, es importante precisar lo que se entiende por actos o contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores y derechos de naturaleza negociable. Así, de conformidad con el artículo 1495 del Código Civil se entiende “por contrato un acto por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer alguna cosa”¹¹⁰. Por su parte, acto puede ser entendido como una acción que se realiza y genera efectos jurídicos. En ese sentido, un ejemplo de contrato es el suscrito para ejercer la representación legal de los tenedores de bonos para la emisión de los mismos y, un ejemplo de acto, es la decisión del órgano que aprobó el registro en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Por otra parte, resulta relevante decir que **por objeto** se entenderá con respecto a aquellos actos y contratos que tengan la intención de hacer la emisión, mientras que **efecto**, conforme la Real Academia Española puede ser entendida como “aquello que sigue por virtud de una causa”¹¹¹ por lo que podríamos entender que **por efecto** significa en el contexto analizado que, de ese acto o contrato se derive una emisión, aunque no se tenga necesariamente la

¹⁰⁹ *Ibíd.*, 21.

¹¹⁰ Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867. Artículo 1495.

¹¹¹ Real Academia Española, “Efecto”. Diccionario de la lengua española. (2020): <https://dle.rae.es/por?m=form>

intención de hacerla. Frente a este punto, se debe resaltar que a criterio de la autora resulta difícil pensar en algún acto que derive en una emisión y no tenga la intención de hacerla, más aún teniendo en cuenta que para realizar una emisión pública se requieren una serie de permisos y registros previos, por lo que, parece que la mencionada norma en la práctica es inaplicable.

2.3. Otras protecciones contenidas en los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006.

Tal y como se puso de presente al inicio del presente capítulo, los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006, postulan los efectos de la no presentación o falta de confirmación del acuerdo de reorganización y de la apertura del proceso de liquidación judicial, respectivamente, y en sus párrafos dictan que lo consagrado en los mencionados artículos,

[N]o se aplicará respecto de cualquier tipo de acto o contrato que tenga por objeto o como efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia o del exterior, ni respecto de patrimonios autónomos constituidos para adelantar procesos de titularización a través del mercado público de valores, ni de aquellos patrimonios autónomos que tengan fines de garantía que formen parte de la estructura de la emisión.

En este sentido, se amplía la protección a las emisiones del exterior¹¹² y a los patrimonios autónomos que cumplan con las condiciones mencionadas en los párrafos, como una forma de proteger las garantías y las estructuras propias de las emisiones.

2.4. Alcance de la protección de la Ley 1116 de 2006 a las emisiones en el mercado público de valores.

En concordancia con lo expresado con anterioridad, en ninguna parte del numeral 2º, literal b) ni en los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006, se establece que después de realizada la emisión, las obligaciones derivadas de la misma sean protegidas. Lo anterior, toda vez que, si bien el juez del concurso no puede suspender, terminar y/o tomar decisiones respecto de los actos o contratos que tienen como objeto o por efecto la emisión,

¹¹² Las cuales en todo caso deberán cumplir con la norma y con la autorización del mercado de donde se emiten.

la norma en ningún caso dispone que el pago derivado de la emisión deba satisfacerse como una **no masa** en los procesos concursales, por fuera del concurso y de las reglas que lo rigen.

Por ejemplo, si un emisor de valores ingresa en un proceso concursal en los términos de la Ley 1116 de 2006 y ya existe una oferta pública, la misma debe cumplirse. Así, en el caso de la emisión de bonos, la mencionada operación no puede desmontarse, pero, el pago de la emisión no debe ser excluido del concurso pues no puede ser entendido como un aval que debe pagarse por fuera de la masa concursal.

Ello, también ocurriría en el caso de una emisión de acciones, en la que si ya se aceptó la oferta por parte de un inversionista con respecto a las acciones de un emisor que posteriormente ingresa a un proceso de insolvencia, la emisión debe perfeccionarse, convirtiéndose el primero en accionista de una sociedad en concurso, adquiriendo una serie de derechos y deberes que como accionista le asistirán, pero ello, no implica que sus dividendos y derechos derivados por su nueva calidad, como consecuencia de la emisión, tengan algún tipo de preferencia y deban cumplirse por encima de la masa concursal y de los demás acreedores del proceso de insolvencia.

En este sentido, de conformidad con las reglas de prelación de créditos y los principios de universalidad y de igualdad propios de los concursos, los pagos derivados de las emisiones se deben encontrar sujetos al proceso de insolvencia y ser pagados en los términos del mismo. Lo anterior implica que, en principio, serán acreedores de quinta clase al no contar con ninguna prelación especial. Ello, sin perjuicio de las garantías que lleguen a existir y de la protección a la estructura de la emisión conforme a los parágrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006.

3. Valores y derechos de naturaleza negociable en los pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades en el marco de los procesos concursales.

La Superintendencia de Sociedades, en su calidad de juez especializado en los procesos de insolvencia¹¹³ se ha pronunciado en diferentes ocasiones con respecto las operaciones efectuadas en el mercado público de valores de que tratan los artículos 2º, 10 y 11 de la Ley

¹¹³ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 6º.

964 de 2005 y los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores. No obstante lo anterior, tal y como lo veremos a continuación ha otorgado un alcance que no establecen la Ley 1116 de 2006 ni la Ley 964 de 2005:

3.1. Autos Nos. 430-008445 del 20 de mayo de 2010 y 430-018077 del 5 de octubre de 2010: En el presente caso la Bolsa Nacional Agropecuaria solicitó que los créditos reconocidos a su favor fueran excluidos del proceso de reorganización empresarial de la empresa Pollos la Granjita S.A. y se adoptaran las medidas necesarias para el cumplimiento de las operaciones realizadas en el mercado público de valores por la concursada¹¹⁴. Así mismo, argumentó que se debía dar aplicación a lo dispuesto en el artículo 5º, numeral 2º, literal b) y los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006¹¹⁵ y excluir las operaciones CAT (Contratos Avícolas a Término) del acuerdo de reorganización.

Durante el término del traslado de la petición, Segurexpo de Colombia S.A., dijo que la citación de los artículos 5º, 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006 se realizó fuera de contexto y que, en ninguna parte establecen que las operaciones CAT deban ser excluidas de los acuerdos de reorganización, pues son operaciones sujetas al riesgo asociado con la incapacidad de pago o incumplimiento de los participantes, los cuales, en este caso son asumidos por la Cámara de Riesgo de la Contraparte de la Bolsa, de tal forma que si hay incumplimiento de una operación CAT, la Cámara asume la posición acreedora¹¹⁶.

Conforme a lo anterior, la Superintendencia de Sociedades, requirió a la Cámara de Riesgo para que rindiera la explicación pertinente sobre la participación de la Bolsa Nacional Agropecuaria en estas operaciones. Así, la Cámara, respondiendo el requerimiento estableció que la Bolsa Nacional Agropecuaria hizo las veces de foro de las negociaciones de las operaciones consistentes en los Contratos Avícolas a Término

¹¹⁴ Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 430-008445 del 20 de mayo de 2010 por medio del cual se revoca una decisión en el proceso de Pollos La Granjita S.A en Reorganización bajo el Radicado n.º 2010-01-125158.

¹¹⁵ *Ibíd.*

¹¹⁶ Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 430-008445 del 20 de mayo de 2010 por medio del cual se revoca una decisión en el proceso de Pollos La Granjita S.A en Reorganización bajo el Radicado n.º 2010-01-125158.

(CAT), pero la Bolsa no participó en la negociación, por lo que no puede ser acreedora alguna¹¹⁷.

Conforme a lo anterior, la Superintendencia de Sociedades establece que en las operaciones CAT, hay dos extremos: **(i)** el operador y **(ii)** el inversionista, que realizan la operación mediante un foro de negociación, que en este caso es la Bolsa Nacional Agropecuaria, la cual, no forma parte del acto jurídico y, es la Cámara Central de Riesgo de Contraparte quien responde por el incumplimiento de alguno de los extremos de los CAT y se subroga en los derechos del contratante incumplido. Por tanto, la Bolsa Nacional Agropecuaria no es acreedora alguna¹¹⁸. Sin perjuicio de lo anterior, en el presente caso, pese a que ya se había liquidado la operación en el sistema, la Superintendencia de Sociedades conforme al numeral 2° del artículo 5° de la Ley 1116 de 2006 y el artículo 10° de la ley 964 de 2005, concluyó que las obligaciones a cargo de Pollos La Granjita S.A. y a favor de la Cámara de Riesgo de Contraparte surgen con ocasión de haberse realizado una operación a través del sistema de compensación y liquidación en el mercado público de valores y, en consecuencia no hacen parte de un acuerdo de reorganización¹¹⁹ y ordena la exclusión de las obligaciones derivadas de las operaciones CAT de la masa concursal.

Con respecto a este análisis de la Superintendencia de Sociedades, lo primero es establecer que las cámaras de riesgo central de contraparte tienen como función compensar y liquidar en la posición de compradora o vendedora las operaciones, donde se generan obligaciones y derechos entre las partes involucradas. Así, la misión de las cámaras es garantizar la liquidación de dichas obligaciones y derechos¹²⁰.

En este sentido, en el caso concreto tenemos unas operaciones CAT, en las que en el marco de los sistemas de compensación y liquidación se entregaron las contraprestaciones y, por tanto, la misma ya se encuentra liquidada. Así, se considera que la Superintendencia de Sociedades yerra al ordenar la exclusión de unas

¹¹⁷ Ibíd.

¹¹⁸ Ibíd.

¹¹⁹ Ibíd.

¹²⁰ Clavijo Sergio, “El papel de las cámaras de riesgo de contraparte”. *Contraparte*, n.º 1 (2013): 1, https://www.anif.com.co/sites/default/files/uploads/Contraparte1-13_0.pdf

operaciones que ya pasaron por el sistema y fueron debidamente compensadas y liquidadas y, si no había ninguna otra garantía por parte de Pollos La Granjita S.A. en Reorganización, el excedente debió ser cobrado y pagado a la Cámara de Riesgo de Contraparte en el proceso de reorganización.

Por tanto, se considera que el crédito a favor de la Cámara Central de Riesgo de la Contraparte debió quedar graduado y calificado en el proceso concursal y las obligaciones pagadas en los términos del acuerdo de reorganización empresarial como un crédito de quinta clase.

3.2. Acta No. 480-000325 del 22 de febrero de 2013 dentro del proceso del Municipio de Montelíbano¹²¹: En el presente caso, el Municipio de Montelíbano realizó una emisión de bonos en el mercado público de valores con el objetivo de financiar obras del acueducto. En este escenario, el Municipio ingresa en un proceso de reestructuración empresarial en los términos de la Ley 550 de 1999¹²² en el que es relacionado el pasivo generado con ocasión de esos bonos, pues no fue posible pagar a los tenedores de bonos lo adeudado. Por su parte, Alianza Fiduciaria recurre el proyecto y establece que las obligaciones derivadas de los bonos deben excluirse del acuerdo de reestructuración.

Bajo el anterior contexto, la Superintendencia de Sociedades estableció que los bonos emitidos en el mercado de valores quedan excluidos expresamente del proceso, fundamentando su decisión en el artículo 10º de la Ley 964 de 2005 que indica las órdenes de transferencia de fondos u operaciones sobre valores no pueden ser objeto de medidas o acciones judiciales o administrativas incluyendo la liquidación y acuerdos de reorganización¹²³.

¹²¹ Este caso se analiza por la relevancia del mismo para entender el análisis que ha realizado la Superintendencia de Sociedades frente a acreencias que se derivan de emisiones de valores. Lo anterior, pese a que no le es aplicable la Ley 1116 de 2006.

¹²² Aplicable a las entidades territoriales de conformidad con lo establecido en la Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 125.

¹²³ Superintendencia de Sociedades, Acta n.º. 480-000325 del 22 de febrero de 2015 en el marco del proceso de Alianza Fiduciaria S.A. contra el Promotor del Municipio de Montelíbano bajo el Radicado n.º 2013-01-048448.

En este caso, una vez más encontramos que los efectos que busca la norma, en este caso el artículo 10° de la Ley 964 de 2004, no corresponden con lo ordenado por el juez del concurso por las siguientes razones:

- Nos encontramos ante una emisión de valores, frente a la cual no aplica el principio de finalidad, pues, tal y como se explicó con anterioridad, una cosa son las transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable a los que les aplique el principio de finalidad y, otra cosa son los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores.
- Si llegase a aplicar lo dispuesto en la Ley 1116 de 2006, con respecto a los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores, lo que protege la norma es los actos o contratos que dan lugar a la emisión, no las obligaciones derivadas de la misma.

Conforme a lo anterior, en el presente caso, se considera que el análisis de la Superintendencia de Sociedades que conllevó la exclusión de los bonos, no fue adecuado y las obligaciones derivadas de los mismos debieron hacer parte del acuerdo de reestructuración y seguramente estar en quinta clase si es que no existía ningún otro tipo de garantía.

- 3.3. Acta No. 405-001770 del 4 de septiembre de 2013:** En este caso, en el marco del proceso de liquidación judicial de Interbolsa S.A. la Superintendencia de Sociedades se pronunció sobre la emisión de títulos TEC en la que la concursada fue garante de la misma. En primer lugar, la Superintendencia de Sociedades estableció que, se constituyó un patrimonio autónomo que tenía como objetivo realizar el pago a los tenedores de títulos TEC, al final del periodo correspondiente. En este sentido, el juez del concurso estipula que el contrato de fiducia cumple con lo establecido en el parágrafo del artículo 50 de la Ley 1116 de 2006 por tratarse de un contrato que tiene por objeto o efecto la emisión de valores y, por tanto, las obligaciones que surgen del mismo deben cumplirse y no hacen parte del proceso de insolvencia, honrándose con

recursos que no podían hacer parte de la masa concursal de la sociedad que se liquida¹²⁴.

Para analizar este caso específico, lo primero que se debe decir es que la decisión de exclusión se adoptó por considerar que la emisión títulos TEC era una operación del mercado público de valores, más que por la existencia de la garantía, hecho que seguramente no debió ser así, pues la emisión ya se había realizado y los pagos derivados de las emisiones se deben encontrar sujetos al proceso de insolvencia y a las reglas de prelación de créditos y de pago.

No obstante lo anterior, es pertinente acudir al párrafo del artículo 50 de la Ley 1116 de 2006 que postula que con respecto a los efectos del inicio del proceso de liquidación judicial que: “Lo previsto en el presente artículo no se aplicará respecto de [...] patrimonios autónomos que tengan fines de garantía que formen parte de la estructura de la emisión”¹²⁵. Ello, más que lo argumentado por el Despacho hubiese podido aplicar para el caso de Interbolsa S.A., pues el patrimonio autónomo se constituyó aparentemente como garantía de la emisión y en los términos del párrafo del artículo 50 de la Ley 1116 de 2006, la mencionada garantía no podría tocarse.

En este sentido, en el presente caso el análisis debería haber estado enfocado al monto de la garantía y los requisitos de oponibilidad de la misma, estudio que no se efectúa y simplemente se limita a decir que existe un acto o contrato que tenga por objeto o como efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia o del exterior, ordenando su exclusión. Por lo demás, al hablar de emisiones y ofertas de valores, sin perjuicio de la garantía, estaríamos ante un crédito de quinta clase en el marco del proceso de liquidación judicial y con respecto a la sociedad Interbolsa S.A. como deudora.

¹²⁴ Superintendencia de Sociedades, Acta n.º. 405-001770 del 4 de septiembre de 2013 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Interbolsa S.A. en Liquidación Judicial bajo el Radicado n.º 2013-01-348188.

¹²⁵ Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494. Artículo 50, párrafo.

3.4. Acta No. 405-002385 del 13 de noviembre de 2013: En el marco del proceso de liquidación judicial de Invertacticas S.A.S., la mencionada sociedad fue parte de una serie de operaciones REPO en las cuales la sociedad en liquidación judicial no realizó la respectiva recompra, por lo que se convirtió en deudora. Bajo el anterior contexto la Superintendencia de Sociedades estableció que la negociación de acciones REPO en la práctica constituyen un contrato de compraventa sobre valores en el Mercado Público de Valores de Colombia y, por tanto, debe estar excluida a efectos de lo establecido en el parágrafo del artículo 50 de la Ley 1116 de 2006¹²⁶.

Adicional, la Superintendencia hace referencia al principio de finalidad del mercado público de valores consagrado en el artículo 10º de la Ley 964 de 2005 y concluye que el mismo aplica en el presente caso pese a que la exclusión del concurso la sustenta en el parágrafo del artículo 50 de la Ley 1116 de 2006¹²⁷.

Con respecto al análisis y la decisión de la Superintendencia de Sociedades es pertinente establecer que, las operaciones REPO son operaciones de recompra que pasan por los sistemas de compensación y liquidación y que se encuentran revestidas por los principios de finalidad y de protección de garantías de la Ley 964 de 2005. No obstante lo anterior, el juez del concurso ordena la exclusión fundamentándose en una norma aplicable a emisiones.

Por otra parte, el artículo 14 de la Ley 964 de 2005 dispone que en las operaciones REPO se da la transferencia de la propiedad de los valores entregados y, es hasta la entrega de los mismos, que actúa la protección de los sistemas de compensación y liquidación. Ahora bien, en las mencionadas operaciones existen unas obligaciones subsiguientes que se encuentran reguladas por el mencionado artículo 14 y que disponen los efectos en caso de incumplimiento de alguna de las partes. Así pues,

¹²⁶ Superintendencia de Sociedades, Acta n.º 405-002385 del 13 de noviembre de 2013 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Invertacticas S.A.S. en Liquidación Judicial bajo el Radicado n.º 2013-01-446157.

¹²⁷ *Ibíd.*

cuando se encuentre pendiente de cumplimiento de las operaciones a las que se refiere ese artículo, es decir, las obligaciones subsiguientes mencionadas con anterioridad y,

[S]e presente un procedimiento concursal, una toma de posesión para liquidación o, acuerdos globales de reestructuración de deudas, respecto de las partes que intervienen en la misma se dará por terminada anticipadamente la operación a partir de la fecha en que se haya adoptado la decisión respectiva¹²⁸.

En el presente caso, nos encontramos ante el supuesto del literal b) del artículo 14 de la Ley 964 de 2005, pues el readquirente no cumplió su obligación de pagar el precio de readquisición, por tanto, su contraparte debió mantener el derecho de propiedad y pagar diferencia que resulte entre el precio acordado y el precio de mercado del valor en la fecha del incumplimiento¹²⁹

En este sentido, en el presente caso se debió dar aplicación a lo dispuesto en el artículo 14 de la Ley 964 de 2005, en vez de sustentar la exclusión de una operación que ya había sido liquidada en el sistema.

3.5. Auto No. 430-014516 del 7 de octubre de 2014: En el presente caso la sociedad en proceso de reorganización empresarial Ensacar S.A., había estado realizando desde hace varios años operaciones REPO y a la fecha de solicitud tenía unas operaciones vigentes garantizadas por unos certificados de depósitos de mercancías y frente a las mismas, se había solicitado por parte de la bolsa mercantil el desmonte gradual de las operaciones¹³⁰. Para ello, la concursada pidió autorización al juez de la reorganización. Bajo el anterior contexto, la Superintendencia de Sociedades estableció que aquellas operaciones de la órbita del mercado público de valores, no requieren de autorización del juez del concurso, pues no tiene facultad alguna para pronunciarse sobre el pasivo causado en el mercado público de valores¹³¹.

¹²⁸ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, parágrafo 1°.

¹²⁹ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 14, literal b).

¹³⁰ Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 430-014516 del 7 de octubre de 2014 por medio del cual se resuelve la solicitud de no autorizar operaciones de la Bolsa Mercantil de Colombia en el proceso de Ensacar S.A. en Reorganización bajo el Radicado n.º 2014-01-455905.

¹³¹ *Ibíd.*

Frente al pronunciamiento, se debe decir que la Superintendencia no entra a analizar la operación a detalle ni cómo surge el pasivo y si hubo o no un cumplimiento en el marco de los sistemas de compensación y liquidación. Simplemente aduce que las operaciones se deben excluir del proceso y pueden realizarse sin autorización del juez del concurso. Lo anterior, resulta insuficiente en atención a lo expuesto a lo largo del presente escrito, pues si hay saldos existe una regulación especial y, de lo contrario estaríamos ante la presencia de un pasivo que haría parte del proceso concursal.

- 3.6. Auto No. 400-017651 del 1 de diciembre de 2014 en el marco de una solicitud de un acreedor para dar inicio a un proceso de reorganización empresarial:** En este caso, un acreedor de la sociedad Sabiyar Inversiones y CIA Ltda, con ocasión de una operación realizada en el mercado público de valores, solicita la admisión al proceso de reorganización empresarial de la deudora¹³².

Las contraprestaciones de los participantes ya se habían entregado pero las obligaciones derivadas de la operación se encontraban en mora. En este sentido, la Superintendencia de Sociedades rechaza la solicitud del acreedor y dispone que las transacciones de valores aceptadas por el sistema de compensación y liquidación no están sujetas al régimen concursal de insolvencia, por cuanto tales obligaciones deben ser satisfechas utilizando los mecanismos establecidos para este tipo de operaciones, conforme a los reglamentos del correspondiente sistema de compensación y liquidación de operaciones que para este caso era la Bolsa Mercantil de Colombia¹³³.

Frente al fallo de la Superintendencia de Sociedades, es pertinente establecer que, si bien los sistemas buscan la protección de la transacción y que las contraprestaciones sean intercambiadas por los participantes, lo cierto es que la operación ya había sido liquidada. Así, las obligaciones subsiguientes y derivadas de la operación eran créditos

¹³² Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 400-017651 del 1 de diciembre de 2014 en el marco de una solicitud de un acreedor para dar inicio a un proceso de reorganización empresarial bajo el Radicado n.º 2014-01-532924.

¹³³ *Ibíd.*

que no cuentan con una preferencia especial y se encuentran sujetos a los procesos concursales de la Ley 1116 de 2006 y seguramente estarán en quinta clase. Por tanto, se considera que la Superintendencia yerra en su análisis y seguramente debió dar trámite a la solicitud presentada por el acreedor de la sociedad Sabiyar Inversiones y CIA Ltda.

IV. CONCLUSIÓN.

A manera de conclusión se puede establecer que, los procesos concursales de la Ley 1116 de 2006, se rigen por los principios de universalidad y de igualdad y cuentan con unas reglas de prelación de créditos para efectos del pago. Así, la mencionada ley se relaciona con la normativa del mercado público de valores, entre otros, por medio de: **(i)** los sistemas de compensación y liquidación de operaciones del mercado público de valores¹³⁴ que tienen como objetivo darle cumplimiento a las operaciones efectuadas en el mercado de valores por medio del principio de finalidad y las garantías entregadas por cuenta de los participantes del mercado y **(ii)** la protección a los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable, tal y como lo estipula la misma Ley 1116 de 2006 en el artículo 5° numeral 2°.

En este sentido, la legislación concursal de la Ley 1116 de 2006, tiene unas materias y créditos que se excluyen del concurso, en pro de preservar ciertos bienes jurídicos relevantes, como la seguridad de los recursos del público, constituyendo una no masa de los procesos concursales, al excluir las materias mencionadas con anterioridad que, en los términos del artículo 150 de la Constitución de 1991, se relacionan con actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público realizadas en el mercado de valores.

Lo anterior, tiene el objetivo de mantener la confianza de los participantes del mercado, pero, en ningún momento implica que todo lo que tenga relación con operaciones o emisiones del mercado público de valores se excluya automáticamente de los procesos concursales de la

¹³⁴ Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963. Artículo 9°.

Ley 1116 de 2006, pues las normas del ordenamiento jurídico colombiano no otorgan el mencionado alcance.

Bajo este contexto, en el caso de los sistemas de compensación y liquidación, lo que realmente protege el artículo 5º, numeral 2º, literal b) de la Ley 1116 de 2006 y los artículos 10º y 11 de la Ley 964 de 2005 es la transacción en sí misma y su liquidación en el sistema, con el objetivo de que se realice el intercambio de las prestaciones y la ejecución de las garantías, si a eso hay lugar, pero los saldos que se lleguen a generar, al no existir a donde ir a cobrar en el sistema deben hacer parte del concurso y pagarse en los términos del mismo.

Por su parte respecto de los actos o contratos que tienen como objeto o por efecto la emisión de valores o derechos de naturaleza negociable, en ninguna parte del numeral 2º, literal b) ni en los párrafos de los artículos 38 y 50 de la Ley 1116 de 2006, se postula que después de realizada la emisión, las obligaciones derivadas de la misma sean protegidas. Lo anterior, toda vez que, si bien el juez del concurso no puede suspender, terminar y/o tomar decisiones respecto de los actos o contratos que tienen como objeto o por efecto la emisión, la norma en ningún caso dispone que el pago derivado de la emisión deba satisfacerse como una no masa en los procesos concursales, por lo que los pagos derivados de las emisiones se deben encontrar sujetos al proceso de insolvencia y ser pagados en los términos del mismo.

Conforme a lo anterior, se considera, que la Superintendencia de Sociedades como juez del concurso, ha otorgado en sus pronunciamientos, una protección a las emisiones y transacciones sobre valores que no se encuentran contempladas en el ordenamiento jurídico colombiano, al desconocer el alcance real de las normas y de conceptos como el principio de finalidad y protección de las garantías, por lo que lo dictado en los diferentes pronunciamientos debería ser replanteado por parte de la entidad con el objetivo de velar por el cumplimiento de los principios y reglas propias de los procesos de insolvencia de la Ley 1116 de 2006, en pro de la conservación de la masa concursal y de la totalidad de los acreedores.

V. BIBLIOGRAFÍA.

- Castellanos Ramírez, Mariana. “Capítulo III. Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones sobre Valores”. En: Régimen del Mercado de Valores: Tomo IV, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, 215-233. Bogotá: Universidad de los Andes, 2019.
- Castillo Freyre, Mario. “Sobre las obligaciones y su clasificación”. THEMIS: Revista de Derecho, n.º 66 (2014): 209-220, <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/12697>
- Clavijo, Sergio. “El papel de las cámaras de riesgo de contraparte”. Contraparte, n.º 1 (2013): 1-4, https://www.anif.com.co/sites/default/files/uploads/Contraparte1-13_0.pdf
- Constitución Política de Colombia de 1991, 20 de julio. Gaceta Constitucional 116.
- Corna, Pablo M. “Antecedentes históricos”. En: Teoría general de los privilegios, 3-11. Buenos Aires: Cathedra Jurídica, 2008.
- Corte Constitucional. Sentencia C-145 de 2018. Magistrada Ponente: Diana Fajardo Rivera.
- Corte Constitucional. Sentencia T-441 de 2002. Magistrado Ponente: Marco Gerardo Monroy Cabra.
- Cuberos Gómez, Gustavo. “Capítulo XIII. Ejecución colectiva y procesos concursales”. En: Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes, 595-625. Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2017.
- Decreto 410 de 1971: Código de Comercio, 16 de junio. Diario Oficial 33.339.
- Decreto 624 de 1989: Estatuto Tributario, 30 de 1989. Diario Oficial 38.756.
- Decreto 663 de 1993: Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, 2 de abril. Diario Oficial 40.820.
- Decreto 1400 de 2005, 4 de mayo. Diario Oficial 45.900.
- Decreto 1456 de 2007, 30 de abril. Diario Oficial 46.615.

Decreto 4334 de 2008, 17 de noviembre. Diario Oficial 47.176.

Decreto 2555 de 2010, 15 de julio. Diario Oficial 47.771.

Decreto 1835 de 2015, 16 de septiembre. Diario Oficial 49.637.

Decreto 560 de 2020, 15 de abril. Secretaría Jurídica de la Presidencia de la República.

Directiva 98/26/CE, 19 de mayo de 1998. DO L 166 de 11.6.1998. Parlamento Europeo y del Consejo que regula lo relativo a la sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

Fagua Guaque, Néstor Raúl. “Capítulo I. La oferta pública como una actividad del mercado de valores”. En: Régimen del Mercado de Valores: Tomo II, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, 1-103. Bogotá: Universidad de los Andes, 2019.

Fradique-Méndez, Carlos. Guía del mercado de valores. Bolsa de Valores de Colombia. (2008)

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_132040fa022_-787e0a0a600b

Ley 84 de 1873: Código Civil Colombiano, 26 de mayo. Diario Oficial 2.867.

Ley 66 de 1968, 26 de diciembre. Diario Oficial 32.681.

Ley 32 de 1979, 17 de mayo. Diario Oficial 35.282.

Ley 100 de 1993, 23 de diciembre. Diario Oficial No. 41.148.

Ley 388 de 1997, 16 de julio. Diario Oficial 43.091.

Ley 964 de 2005, 8 de julio. Diario Oficial 45.963.

Ley 1116 de 2006, 27 de diciembre. Diario Oficial 46.494.

Ley 1429 de 2010, 29 de diciembre. Diario Oficial 47.937.

Ley 1564 de 2012, 12 de julio. Diario Oficial No. 48.489.

Ley 1676 de 2013, 20 de agosto. Diario Oficial 48.888.

Ordóñez Arias, Paola. “Capítulo XIV. Prelación de Créditos”. En Derecho de las Obligaciones con Propuesta de Modernización: Tomo III, coordinado por Marcela Castro de Cifuentes, 629-667. Bogotá: Universidad de los Andes – Temis, 2018.

Real Academia Española. “Efecto”. Diccionario de la lengua española. (2020): <https://dle.rae.es/por?m=form>

Real Academia Española. “Emisión”. Diccionario de la lengua española. (2020): <https://dle.rae.es/emisión>

Rincón Vargas, Daniel. “Capítulo IX. Contratos de Repos, simultáneas y transferencia temporal de valores”. En: Régimen del Mercado de Valores: Tomo III, coordinado por Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano. 264-282. Bogotá: Universidad de los Andes.

Sanromán Martínez, Luis Fernando. “Capítulo I. Historia del Derecho Concursal”. En: Concursos Mercantiles, 1-11. México: Universidad Panamericana – Editorial Porrúa, 2010.

Superintendencia de Sociedades. Auto n.º 430-008445 del 20 de mayo de 2010: por medio del cual se revoca una decisión en el proceso de Pollos La Granjita S.A en Reorganización. Radicado n.º 2010-01-125158.

Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 430-018077 del 5 de octubre de 2010 por medio del cual se resuelven recursos de reposición en el proceso de Pollos La Granjita S.A. en Reorganización. Radicado n.º 2010-01-245908.

Superintendencia de Sociedades. Acta n.º 405-001770 del 4 de septiembre de 2013 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de

Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Interbolsa S.A. en Liquidación Judicial. Radicado n.º 2013-01-348188.

Superintendencia de Sociedades. Acta n.º 405-002385 del 13 de noviembre de 2013 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Invertacticas S.A.S. en Liquidación Judicial. Radicado n.º 2013-01-446157.

Superintendencia de Sociedades. Auto n.º 430-014516 del 7 de octubre de 2014 por medio del cual se resuelve la solicitud de no autorizar operaciones de la Bolsa Mercantil de Colombia en el proceso de Ensacar S.A. en Reorganización. Radicado n.º 2014-01-455905.

Superintendencia de Sociedades. Auto n.º. 400-017651 del 1 de diciembre de 2014 en el marco de una solicitud de un acreedor para dar inicio a un proceso de reorganización empresarial. Radicado n.º 2014-01-532924.

Superintendencia de Sociedades. Acta n.º 480-000325 del 22 de febrero de 2015 en el marco del proceso de Alianza Fiduciaria S.A. contra el Promotor del Municipio de Montelíbano. Radicado n.º 2013-01-048448.

Superintendencia de Sociedades. Acta No. 400-000359 de la audiencia del 18 de febrero de 2016 en el marco del proceso de reorganización empresarial de Daniel Arenas. Radicado n.º 2016-01-070195.

Superintendencia de Sociedades, Acta n.º. 610-000373 del 11 de octubre de 2018 de la Audiencia de Resolución de Objeciones al Proyecto de Graduación y Calificación de Créditos, Asignación de Derechos de Voto y Aprobación de Inventario Valorado de Promotora Saint Joseph S.A.S. En Liquidación Judicial. Radicado n.º 2018-02-020545.

Superintendencia de Sociedades, Auto n.º 400-005345 del 31 de mayo de 2020 por medio del cual se resuelve la solicitud de ejecución de una garantía mobiliaria en el proceso de Organización Suma S.A.S. en Reorganización. Radicado n.º 2020-01-214315.

Wilches-Durán, Rafael E. “Vacíos e inconsistencias estructurales del nuevo régimen de insolvencia empresarial colombiano: Identificación y propuestas de solución”. *Vniversitas*, n.º 117 (2008): 197-218, <https://revistas.javeriana.edu.co/index.php/vnijuri/article/view/14538>