



MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

DECRETO

()

Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición

EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA

En uso de sus facultades constitucionales y legales, en especial las previstas en el numeral 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política, y en desarrollo del literal b) del artículo 4 de la Ley 964 de 2005

CONSIDERANDO

Que el Gobierno Nacional se ha trazado como objetivo estratégico contribuir al desarrollo del mercado de capitales, como un complemento natural del sistema financiero para contar con un mercado de capitales profundo y sólido que impulse el crecimiento económico, el progreso empresarial, la equidad, la canalización de manera eficiente del ahorro hacia la inversión y que promueva el flujo de recursos hacia la financiación del sector productivo de manera eficiente.

Que la democratización del mercado de capitales es una de las principales necesidades para cumplir con los objetivos descritos, por lo cual es necesario modernizar las disposiciones normativas y alinear las prácticas locales con las mejores prácticas internacionales.

Que con el fin de cumplir los objetivos descritos e incentivar la promoción de un mercado de capitales cada vez más eficiente, dinámico y profundo, es necesario contar con un régimen de ofertas públicas de adquisición que modernice y favorezca las condiciones para el intercambio de propiedad de las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en una bolsa de valores.

Que la modernización del régimen de ofertas públicas de adquisición constituye un paso fundamental para fortalecer la transparencia, la equidad y la eficiencia en las operaciones de adquisición de control en sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y listadas en bolsa.

Que las modificaciones normativas que se realizan contribuyen a la creación de alternativas para que más inversionistas y emisores accedan al mercado de capitales en condiciones de equivalencia y transparencia.

Que con el propósito de fortalecer la protección de los accionistas minoritarios y asegurar condiciones de equidad para todos los participantes del mercado, se realizan ajustes normativos en materia de ofertas competitivas y mejoras de ofertas.

Que con el fin de promover la toma de decisiones informada de los accionistas y la defensa de sus derechos, estas modificaciones buscan garantizar un entorno más transparente y competitivo en los procesos de adquisición.

Que conforme a todo lo anterior, se hace necesario modificar el marco normativo de las ofertas públicas de adquisición, adicionando el Título 5 al libro 5 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de definir un marco normativo autocontenido para las ofertas públicas de adquisición

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

que permita salvaguardar los intereses de los diferentes participantes e incentivar el desarrollo del mercado de capitales.

Que el proyecto de decreto fue publicado en cumplimiento de los artículos 3º y 8º de la Ley 1437 de 2011 y el Decreto 1081 de 2015, modificado por los Decretos 270 de 2017 y 1273 de 2020, en el sitio web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público en las fechas XX de XX.

Que el Consejo Directivo de la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF, aprobó por unanimidad el contenido del presente Decreto, mediante acta XX del XX de XX de 2025.

En mérito de lo expuesto,

DECRETA

Artículo 1. Modifíquese el artículo 2.35.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“Artículo 2.35.1.1.5 Necesidad de realizar una oferta pública de adquisición. No podrán efectuarse operaciones con instrumentos financieros derivados que impliquen la transferencia de propiedad de un número de acciones para cuya adquisición deba efectuarse una oferta pública de adquisición.”

Artículo 2. Modifíquese el numeral 1 del artículo 2.36.3.4.3 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“1. Sobre un número de acciones para cuya adquisición deba efectuarse oferta pública, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 6.15.2.2.1 del presente decreto o normas que lo adicionen, modifiquen o sustituyan.”

Artículo 3. Modifíquese el artículo 5.2.6.1.2 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“Artículo 5.2.6.1.2 Cancelación de la inscripción de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en bolsa de valores. Los emisores que tengan sus acciones inscritas en bolsa de valores podrán cancelar dicha inscripción por decisión de la asamblea general de accionistas, tomada por mayoría de los votos presentes en la respectiva reunión.

En tal caso, los accionistas que aprobaron la cancelación deberán promover una oferta pública de adquisición para la cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) , en los términos del Capítulo 6 del Título 2 del Libro 15 de la Parte 6 del presente decreto.”

Artículo 4. Modifíquese el parágrafo 1 del artículo 6.15.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“Parágrafo 1. Para efectos de este artículo se entenderá por capital con derecho a voto lo dispuesto en el parágrafo segundo del artículo 6.15.2.2.1 del presente decreto.”

Artículo 5. Modifíquese el Título 2 del Libro 15 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

TÍTULO 2. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

CAPÍTULO 1. PRINCIPIOS DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

Artículo 6.15.2.1.1 Principios de la oferta pública de adquisición. Las operaciones de oferta pública de adquisición se regirán por los siguientes principios:

- 1) **Irrevocabilidad:** Las ofertas públicas de adquisición son irrevocables, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos.
- 2) **Trato equitativo:** La oferta pública de adquisición debe dirigirse a todos los titulares de los valores señalados en el parágrafo segundo del artículo 6.15.2.2.1 del presente decreto.
- 3) **Divulgación:** La información proporcionada a los accionistas en el marco de una oferta pública de adquisición debe ser clara, completa y precisa, para que los accionistas del emisor afectado puedan tomar decisiones informadas.

CAPÍTULO 2. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIA.

Artículo 6.15.2.2.1 Oferta pública de adquisición obligatoria. Toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición obligatoria conforme a lo establecido en el presente decreto.

De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición obligatoria conforme a lo establecido en el presente Capítulo.

Las ofertas públicas de adquisición obligatorias se regirán por las reglas y procedimientos establecidos en los Capítulos 7, 8 y 9 del presente Título.

Una vez autorizada una oferta pública de adquisición obligatoria, y sin importar el resultado de esta, el oferente o sus beneficiarios reales no podrán presentar una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados, durante un período de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta pública de adquisición precedente.

Parágrafo 1. Cuando se adelante una oferta pública de adquisición, la misma deberá realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto de la sociedad.

Parágrafo 2. Para efectos del presente decreto se entiende por capital con derecho a voto el conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto.

Los titulares de los anteriores valores podrán ser denominados genéricamente como accionistas, para los efectos del presente Título.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Para la determinación de los porcentajes señalados en este artículo, se tendrá en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto.

Artículo 6.15.2.2.2 Eventos en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria. No se efectuará una oferta pública de adquisición obligatoria en los siguientes eventos:

1. Cuando medie aceptación expresa y por escrito del cien por ciento (100%) de los tenedores del capital con derecho a voto de la sociedad cuyas acciones se van a adquirir, en el sentido de que la operación de venta o intercambio de los valores se realice directamente entre el adquirente o adquirentes y enajenante o enajenantes interesados.
2. Cuando la calidad de beneficiario real se obtenga mediante la participación en una oferta que se haga a raíz de un proceso de privatización.
3. Cuando la sociedad readquiera sus propias acciones.
4. Cuando la sociedad emita capital con derecho a voto
5. Cuando se capitalicen acreencias.
6. Cuando la persona se convierta en beneficiario real del capital con derecho a voto de la sociedad, en virtud de cualquiera de los siguientes actos:
 - a. Donación
 - b. Adjudicación por sucesión
 - c. Adjudicación por orden judicial
 - d. Adjudicación por liquidación de persona jurídica
 - e. Adjudicación por liquidación de sociedad conyugal
7. Cuando se realicen operaciones de adquisición de acciones por parte de los fondos bursátiles de que trata el Libro 4 de la Parte 3 del presente decreto, para el cumplimiento de su política de inversión. No obstante, en el evento en que sus inversionistas puedan ejercer los derechos políticos que derivan de los valores que hacen parte de la unidad de creación, de acuerdo con lo previsto en el reglamento o en cualquier otro convenio entre la sociedad administradora y los inversionistas, dichas participaciones computarán para efectos del límite señalado en el artículo 6.15.2.2.1 del presente decreto.
8. Cuando los inversionistas que tengan la calidad de beneficiario real de más del veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad y menos del cincuenta por ciento (50%) del capital con derecho a voto de la sociedad, en dos o más sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en una bolsa de valores, tengan la intención de adquirir las acciones por medio de un contrato de permuta con el fin de lograr el control de la sociedad. En este evento es obligatorio que dichos inversionistas, dentro del mes siguiente al perfeccionamiento del contrato de permuta, realicen solicitud de autorización de oferta pública

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

de adquisición dirigida a los accionistas que no participen en dicho contrato, que mantenga como mínimo el precio de intercambio y en general garantice las mismas condiciones que fueron aplicables a las partes del contrato de permuta.

Parágrafo. Para los eventos descritos en el presente artículo, se deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las disposiciones sobre información relevante, la afectación de la posición de beneficiario real como resultado de los actos o hechos mencionados en el presente artículo, sin perjuicio de la información que se deba reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia para la realización de los mismos.

CAPÍTULO 3. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN VOLUNTARIA.

Artículo 6.15.2.3.1 Oferta pública de adquisición voluntaria. Cuando no resulte obligatoria, podrá formularse una oferta pública de adquisición voluntaria sobre valores inscritos en bolsa de valores. Tales ofertas se regirán por las reglas y procedimientos establecidos en los Capítulos 7, 8 y 9 del presente Título.

Una vez autorizada una oferta pública de adquisición voluntaria, y sin importar el resultado de esta, el oferente o sus beneficiarios reales no podrán presentar una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados, durante un período de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta pública de adquisición precedente.

CAPÍTULO 4. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN SOBREVINIENTE.

Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevinientes. Cuando como consecuencia de un proceso de fusión, adquisición o escisión, -independientemente del lugar donde se realice y aún en el evento en que estén involucradas sociedades cuyas acciones no se encuentren inscritas en la bolsa de valores - cualquier beneficiario real adquiera o incremente su participación en el capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en la bolsa de valores, en los porcentajes que obligan a realizar una oferta pública de adquisición obligatoria, deberá seguirse el procedimiento previsto en el presente artículo.

El beneficiario real deberá formular una oferta pública de adquisición obligatoria, dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, adquisición o escisión por una cantidad de valores igual a la adquirida en el mencionado proceso, en los términos previstos en el presente decreto.

Las ofertas públicas de adquisición sobrevinientes se regirán por las reglas y procedimientos establecidos para las ofertas públicas de adquisición obligatorias.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta pública de adquisición cuando dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, adquisición o escisión se enajene el exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el artículo 6.15.2.2.1 del presente decreto, adquirido con el proceso corporativo, mediante oferta pública de venta, lo cual deberá ser acreditado ante la Superintendencia Financiera de Colombia dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la enajenación.

CAPÍTULO 5. OFERTAS COMPETIDORAS.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Artículo 6.15.2.5.1 Ofertas competitadoras. Son ofertas competitadoras aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición precedente, sea esta obligatoria o voluntaria.

Las ofertas competitadoras deben surtir el procedimiento de autorización previsto en el Capítulo 7 del presente Título y les serán aplicables las disposiciones del artículo 6.15.2.8.4 del presente decreto. Su solicitud de autorización deberá realizarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia, y podrá solicitarse desde el día siguiente a la publicación del primer aviso de la oferta precedente y hasta finalizar la etapa de recepción de aceptaciones.

Las ofertas competitadoras deberán reunir los siguientes requisitos:

1. Quien formule la oferta competitadora no podrá conformar un mismo beneficiario real con el oferente de la oferta pública de adquisición precedente.
2. El primer aviso de oferta deberá ser publicado a más tardar en los cinco (5) días hábiles siguientes a la autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. El plazo para la recepción de aceptaciones de la oferta competitadora empieza a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación del primer aviso y estará vigente durante treinta (30) días hábiles.

La presentación de la información sobre la oferta competitadora ante la Superintendencia Financiera de Colombia para su autorización suspende el plazo de la etapa de recepción de aceptaciones de la oferta pública precedente, hasta que la oferta competitadora haya sido autorizada o rechazada. Esta suspensión implica que no se recibirán aceptaciones a la oferta de ninguna clase.

La suspensión del período de recepción de aceptaciones, así como su reanudación, deberá ser informada por el oferente de forma destacada en las secciones económicas de un diario de circulación nacional, ya sea impreso o electrónico. Adicionalmente, dicha información deberá publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores correspondiente durante todo el período de suspensión, y deberá ser divulgada como información relevante por parte del emisor afectado, conforme a la normativa aplicable.

3. La oferta competitadora no podrá realizarse por un número de valores y un precio inferior al de la oferta pública de adquisición precedente.
4. La oferta competitadora deberá ser mejor que la oferta pública de adquisición precedente.

Se entiende que la oferta competitadora es mejor que la oferta pública de adquisición precedente cuando:

- a. El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta precedente.
 - b. El número de valores que se pretende adquirir sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) con respecto al de aquella.
 - c. Siendo el precio de la contraprestación ofrecida y el número de valores que se pretende adquirir igual a los de la oferta precedente, el número mínimo de valores a que se condiciona la oferta sea inferior al de la oferta precedente.
5. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación valores, la oferta competitadora podrá presentar como contraprestación dinero o valores. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación dinero, la oferta competitadora sólo podrá ofrecer dinero como contraprestación.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

6. Si la oferta precedente ha establecido el pago de contado, la oferta competitiva deberá establecer la misma forma de pago. Si la oferta precedente ha establecido el pago a plazo, la competitiva debe establecer el pago en el mismo plazo o en un plazo menor.

7. Una vez autorizada una oferta competitiva y sin importar el resultado de esta, el oferente no podrá presentar una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria, voluntaria o competitiva, sobre los valores afectados, durante un período de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta competitiva.

Parágrafo 1. La oferta competitiva podrá ser formulada por cualquier persona o grupo de personas, sean nacionales o extranjeras, de conformidad con las normas establecidas en el presente artículo. Esto incluye a los accionistas del emisor objeto de oferta pública de adquisición y los beneficiarios reales de estos.

Parágrafo 2. Tanto la oferta precedente como la competitiva pueden ser mejoradas de conformidad con lo dispuesto en el artículo 6.15.2.7.5 del presente decreto.

Parágrafo 3. Una vez publicado el primer aviso de la oferta competitiva, todas las aceptaciones realizadas respecto de la oferta pública de adquisición precedente, incluidas aquellas efectuadas antes del aviso y las que se presenten durante el plazo restante de recepción de aceptaciones, se entenderán automáticamente referidas a la oferta competitiva.

No obstante, si durante dicho período se realizan mejoras a la oferta precedente o competitiva, las aceptaciones se considerarán respecto de la oferta que, al momento de finalizar el período de recepción de aceptaciones, resulte más favorable para los accionistas.

CAPÍTULO 6. **OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN PARA LA CANCELACION.**

Artículo 6.15.2.6.1 Oferta pública de adquisición para la cancelación. Los accionistas que aprobaron la cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en bolsa de valores, deberán promover una oferta pública de adquisición para la cancelación sobre las acciones de propiedad de los accionistas ausentes o disidentes de dicha reunión, o sus causahabientes, y sobre los bonos convertibles en acciones en circulación de la sociedad.

La oferta pública de adquisición deberá formularse dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de cancelación y deberá sujetarse a lo señalado en el presente Capítulo.

En el evento en que la oferta no sea formulada en dicho término, quedará sin efecto la decisión tomada por la asamblea general de accionistas.

Parágrafo 1. Para efectos de adelantar la oferta pública de adquisición de que trata el presente artículo deberá darse cumplimiento, en todo aquello que resulte pertinente, a lo establecido en las normas generales sobre ofertas públicas de adquisición obligatoria.

Parágrafo 2. También deberá darse cumplimiento a las disposiciones sobre oferta pública de adquisición cuando, de conformidad con los reglamentos de las bolsas de valores o de los sistemas de negociación, deba adelantarse dicha oferta por el incumplimiento de los requisitos de listado previstos en tales reglamentos.

Parágrafo 3. Las acciones pertenecientes a los accionistas que votaron a favor de la cancelación, en caso de ser enajenadas, no transmitirán al adquirente el derecho de concurrir a

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

la oferta pública de adquisición a que se refiere el presente artículo. Los accionistas que votaron a favor de la cancelación no podrán negociar sus acciones en la bolsa y, en caso de realizarlo por fuera de ella, en los supuestos permitidos por la regulación, deberán informar de dicha circunstancia a los potenciales adquirentes. En todo caso, los accionistas que votaron a favor de la cancelación serán responsables por los perjuicios que causen a los adquirentes de buena fe que no puedan concurrir a la oferta pública de adquisición.

Parágrafo 4. Para efectos de la cancelación prevista en este artículo, las entidades emisoras deberán observar además de lo previsto en este decreto, los requerimientos exigidos por la bolsa de valores.

Parágrafo 5. Cuando se trate de la cancelación de la inscripción de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de un emisor extranjero en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en una bolsa de valores, no será necesaria la realización de la oferta pública de adquisición de que trata el inciso 2º del presente artículo, siempre que dichos valores se encuentren, al momento de la cancelación, listados en una bolsa de valores o un sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Tal forma de cancelación deberá ser autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, lo cual será divulgado por el emisor al público local, con la periodicidad y contenido que defina dicha Superintendencia. En todo caso, la inscripción se deberá mantener vigente en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y la bolsa de valores o en el sistema de negociación de valores colombiano, por lo menos, durante los seis (6) meses siguientes a la fecha en que suceda la referida divulgación.

Como requisito para la autorización mencionada, el emisor deberá comprometerse a mantener al menos por seis (6) meses, contados a partir del vencimiento del término anterior, un mecanismo que permita a los inversionistas locales enajenar sus valores en la bolsa de valores o sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido en el cual se encuentre listado.

Artículo 6.15.2.6.2 Publicidad de la intención de cancelación de la inscripción de acciones inscritas en bolsa. La sociedad que pretenda cancelar la inscripción de sus acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en bolsa de valores deberá informarlo mediante aviso destacado en las páginas económicas de dos (2) diarios impresos o electrónicos de amplia circulación nacional, en el cual se deberá indicar la fecha, hora y lugar de la asamblea de accionistas que decidirá sobre la misma. El aviso deberá publicarse con una antelación no menor a quince (15) días a la fecha de celebración de la asamblea

En la convocatoria de la asamblea de accionistas deberá expresarse claramente como orden del día la decisión sobre cancelación de la inscripción de las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en bolsa de valores. Así mismo deberá indicarse la advertencia sobre el derecho de retiro que pueden ejercer los socios ausentes o disidentes y sobre la obligación que tienen los accionistas que voten a favor de la cancelación de realizar una oferta pública de adquisición, en los términos del presente decreto. Cuando la convocatoria se realice mediante aviso publicado en las páginas económicas de un diario de amplia circulación nacional no será necesario publicar el aviso de intención que trata el inciso anterior del presente artículo.

Artículo 6.15.2.6.3 Precio de la oferta pública de adquisición para la cancelación. El precio de la oferta pública de adquisición para cancelación que deberán formular los accionistas que votaron a favor de la cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en bolsa de valores deberá ser determinado por una entidad avaluadora independiente cuya idoneidad e independencia serán calificadas previamente y en cada oportunidad por la

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

Superintendencia Financiera de Colombia. El costo del avalúo estará a cargo de la sociedad emisora.

Cualquier accionista que hubiere votado a favor de la cancelación, y que tenga la intención de realizar la oferta pública de adquisición deberá, dentro de los treinta (30) días calendario siguientes a la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de cancelación, someter a consideración de la Superintendencia Financiera de Colombia la entidad avaluadora que determinará el precio.

En el evento en que varios accionistas manifiesten su interés en realizar la oferta dentro del plazo mencionado, todos ellos estarán obligados a efectuarla a prorrata de su participación. Si se llegaren a someter a consideración de la Superintendencia Financiera de Colombia varios avaluadores, se concederá un plazo de cinco (5) días hábiles para que los accionistas interesados sometan a consideración de la Superintendencia Financiera de Colombia una sola avaluadora. En caso de que los accionistas no logren proponer un solo avaluador, la Superintendencia Financiera de Colombia lo designará de los postulados por aquellos.

En caso de que la Superintendencia objete el o los avaluadores presentados, los accionistas tendrán un plazo de diez (10) días calendario para presentar un nuevo avaluador. La objeción deberá ser motivada.

Si vencidos los treinta (30) días calendario a que se refiere el presente artículo ningún accionista hubiere manifestado su intención de realizar la oferta, todos los accionistas que votaron a favor de la cancelación estarán obligados a realizarla a prorrata de su participación, para lo cual tendrán un plazo de diez (10) días calendario para someter a consideración de la Superintendencia Financiera de Colombia un avaluador.

Artículo 6.15.2.6.4 Publicaciones de la oferta pública de adquisición para la cancelación.

Dentro de los cinco (5) días siguientes a la notificación de la decisión de la bolsa de valores de cancelar la inscripción de una acción, el emisor deberá publicar un aviso destacado en dos (2) diarios impresos o electrónicos de amplia circulación nacional, informando al público sobre tal decisión. Copia del mismo deberá presentarse a la Superintendencia Financiera de Colombia el día siguiente a su publicación.

CAPÍTULO 7. AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

Artículo 6.15.2.7.1 Autorización. De forma previa a la realización de la oferta pública de adquisición, el oferente deberá solicitar la autorización de la operación a la Superintendencia Financiera de Colombia, anexando los siguientes documentos:

1. Cuadernillo de oferta, en los términos establecidos en el presente decreto.
2. Proyecto de aviso de oferta, con el cumplimiento de los requisitos establecidos para el mismo en el presente Título.
3. Autorizaciones de los órganos competentes del oferente, requeridas para realizar la operación, si es del caso.
4. Cuando se trate de una persona jurídica, certificado de existencia y representación legal del oferente, con una antigüedad no superior a tres (3) meses o, en el caso de personas jurídicas extranjeras, el documento equivalente.
5. En el evento que se trate de negociaciones sometidas a alguna autorización o concepto de una autoridad administrativa, incluyendo el pronunciamiento de la Superintendencia de Industria

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

y Comercio sobre el proyecto de adquisición, de acuerdo con la normativa sobre prácticas comerciales restrictivas, copia del documento mediante el cual se solicitó dicha autorización o concepto y, cuando sea el caso, copia de la escritura pública mediante la cual se formalizó el acaecimiento del silencio administrativo positivo, conforme a los artículos 41 y 42 del Código Contencioso Administrativo.

6. Manifestación del oferente sobre la existencia o inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de oferta, bajo la gravedad del juramento, el cual se considerará prestado por la presentación de la solicitud de autorización de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 7.5.1.1.7 del presente decreto.

7. Los demás que la Superintendencia Financiera de Colombia considere pertinente solicitar para verificar el cumplimiento de los cometidos establecidos en la ley.

La Superintendencia Financiera de Colombia tendrá un plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha de radicación de los documentos de que trata el presente artículo, para efectuar las observaciones que considere pertinentes. La publicación del aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días siguientes a aquél en que venza el plazo referido, siempre y cuando la Superintendencia no hubiere formulado objeciones y hubiere autorizado la oferta. En el evento en que se formulen objeciones el término para la publicación del aviso deberá contarse a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su conformidad con la información, datos y aclaraciones que al respecto haya solicitado y hubiere autorizado la oferta.

Parágrafo 1. Cuando para la realización de la oferta pública de adquisición exista un preacuerdo, se deberá cumplir con las normas sobre sanos usos y prácticas y se deberá enviar copia del contrato celebrado o, si éste no consta por escrito, un documento que describa lo señalado en el artículo 7.5.1.1.7 del presente decreto.

El preacuerdo no podrá contener cláusulas que contraríen las disposiciones del presente decreto, incluyendo aquellas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas de la sociedad afectada en ofertas competitivas.

Parágrafo 2. Una vez el oferente radique en la Superintendencia Financiera de Colombia la información sobre la oferta pública de adquisición, esta entidad comunicará tal hecho a la bolsa de valores.

Artículo 6.15.2.7.2 Cuadernillo de oferta. El oferente deberá elaborar un cuadernillo de oferta, cuyo contenido será como mínimo el siguiente:

1. Identificación de la sociedad afectada y datos del oferente:

a. Denominación y domicilio de la sociedad afectada.

b. Nombre y domicilio del oferente o, cuando sea una persona jurídica, razón social, domicilio y objeto social.

c. Personas que hagan parte de una situación de subordinación o formen un grupo empresarial con el oferente, indicando la estructura correspondiente y la forma en que estos participarán en la oferta ya sea de manera directa o indirecta, de ser el caso.

d. Personas responsables de la información del cuadernillo.

e. Relación de los valores de la sociedad afectada de que son titulares directa o indirectamente el oferente, las personas que hagan parte de una situación de subordinación o de grupo empresarial con el oferente, otras personas que actúen por cuenta del oferente o

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

concertadamente con él y miembros de los órganos de administración; derechos de voto correspondientes a los valores; y fecha y precio de los valores de la sociedad afectada adquiridos en los últimos doce (12) meses.

f. Eventuales acuerdos, expresos o no, entre el oferente y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada o sus accionistas y beneficiarios reales, ventajas específicas que el oferente haya reservado a dichos miembros y, de darse cualquiera de las anteriores circunstancias, referencia a los valores de la sociedad oferente poseídos por dichos miembros.

g. Información sobre los preacuerdos celebrados para la realización de la operación. Se debe incluir copia de los preacuerdos suscritos o, si estos no constan por escrito, una descripción precisa de todo lo acordado, así como lo señalado en el artículo 7.5.1.1.7 del presente decreto.

h. Manifestación del oferente, bajo la gravedad del juramento, el cual se considerará prestado por la simple presentación de la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera de Colombia, sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de oferta.

i. Información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente, incluyendo los estados financieros del último ejercicio y el dictamen del revisor fiscal o informes de auditoría en relación con ellos. Cuando el oferente haga parte de una situación de subordinación o forme parte de un grupo empresarial, la citada información deberá referirse, no solo al oferente, sino también a las demás personas correspondientes, incluyendo los estados financieros consolidados. Adicionalmente, información relativa al efecto que la oferta de adquisición tiene sobre la situación o el desempeño financiero del oferente.

j. Finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Se incluirán, en su caso, eventuales planes relativos a la utilización de los activos de dicha sociedad, planes sobre la estructura y composición de los órganos de administración, planes de empleo y condiciones laborales y las posibles reestructuraciones societarias o modificaciones a los estatutos de la misma, así como las iniciativas con respecto a la cotización de sus títulos.

k. Descripción detallada de las fuentes de financiación y de los principales términos y condiciones del endeudamiento, así como las personas que participan en esta. En caso de que los financiadores tengan algún interés en participar directa o indirectamente en el emisor de los valores afectados en el momento de la oferta o posterior a ella, debe revelarse la forma en que estos participarán o los intereses particulares que se tengan frente al emisor de los valores afectados.

2. Datos de la oferta:

a. Valores que comprende.

b. Contraprestación ofrecida, señalando el precio ofrecido. Así como la metodología empleada y los resultados obtenidos, para los fines establecidos en el numeral 1) del artículo 6.15.2.8.1 del presente decreto.

c. Cuando la contraprestación consista en valores emitidos por una entidad distinta de la oferente, se incluirá en el cuadernillo de oferta:

i. La información financiera de la sociedad emisora de los valores que se ofrecen como pago, que hubiese sido suministrada a las bolsas de valores en que se coticen durante los doce (12) meses anteriores.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

ii. Naturaleza y características de los valores que se ofrecen como pago y el importe y proporción a los cuales se entregarán.

iii. Derechos y obligaciones que incorporen los valores, con expresa referencia a las condiciones y a la fecha a partir de la cual dan derecho a participar en beneficios, así como mención expresa de si gozan o no de derecho de voto.

iv. Cuando se ofrezca como pago valores emitidos por entidades extranjeras u organismos multilaterales deberá indicarse los derechos que confiere el título, así como una descripción del régimen jurídico que les es aplicable, informando la ley sustancial aplicable y los tribunales competentes para el ejercicio de cualquier acción legal o procedimiento relativo al cumplimiento y ejecución forzosa de las obligaciones que de ellos se originen.

v. La metodología empleada para calcular la equivalencia entre la especie afectada y los valores que conforman la contraprestación, así como los resultados obtenidos, conforme a lo dispuesto en el numeral 1) del artículo 6.15.2.8.1 del presente decreto.

Así mismo, deberá incluirse una descripción sucinta del régimen fiscal aplicable a los valores, así como del régimen cambiario y de inversiones internacionales del respectivo país.

Cuando se trate acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones, que coticen en bolsas de valores internacionales deberá indicarse, en caso de existir, las diferencias que presenten en relación con los derechos que otorgan los valores correspondientes emitidos por sociedades colombianas.

vi. Cuando se ofrezca como pago títulos de deuda emitidos o garantizados por gobierno extranjero u organismo multilateral, calificación, con una síntesis del concepto emitido por la sociedad calificadora de valores para asignar la calificación al emisor o a la emisión, según sea el caso.

vii. Metodología de valoración, de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente.

viii. Bolsas de valores en que se encuentren inscritos los valores. De tratarse de valores que coticen en varias bolsas, además deberá indicarse la bolsa que se toma como referencia.

ix. La cotización promedio y al cierre de los últimos doce (12) meses inmediatamente anteriores, de los valores ofrecidos en cada una de las bolsas en que se negocien; el volumen transado en dicho período, así como los demás indicadores bursátiles que resulten relevantes para los inversionistas.

x. Un resumen de los hechos objeto de información relevante que, respecto del emisor de los valores ofrecidos como pago, se hubieren presentado en los últimos doce (12) meses.

xi. Una certificación en donde conste que sobre los valores que se ofrecen como pago no existe ningún gravamen o limitación del dominio expedida por el oferente y, cuando sea el caso, por el revisor fiscal.

d. Modalidad de pago, la cual podrá ser de contado o a plazo, conforme a los lineamientos bursátiles.

e. Número máximo de valores objeto de la oferta y número mínimo a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

f. Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta e identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas, si es del caso, y su importe.

g. Declaración relativa a un posible endeudamiento del oferente o de la sociedad sobre la cual se realiza la oferta, para la financiación de la adquisición.

h. Plazo de aceptación de la oferta.

i. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación.

j. Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquellos.

k. Designación de las sociedades comisionistas de bolsa que actúen por cuenta del oferente.

3. Autorizaciones y certificaciones:

a. Constancia del oferente y del asesor en banca de inversión, si es del caso, en la cual certifique la veracidad del contenido del cuadernillo de oferta y que en éste no se presentan omisiones, vacíos, imprecisiones o errores de información que revistan materialidad o puedan afectar la decisión de los futuros aceptantes de la oferta.

Tratándose de una persona jurídica, dicha certificación debe ser suscrita por el representante legal y el revisor fiscal, dentro de lo de su competencia.

b. Información sobre las autorizaciones de que fue objeto la oferta.

La Superintendencia Financiera de Colombia podrá exigir al oferente la inclusión en el cuadernillo de oferta de toda aquella información adicional que estime necesaria, así como la presentación de aquella documentación complementaria que estime conveniente.

La Superintendencia Financiera de Colombia, a solicitud del oferente, podrá eximirlo de la obligación de incluir en el cuadernillo de oferta alguna de las informaciones antes señaladas, siempre que las mismas no estén a disposición del oferente y no se refieran a hechos o circunstancias esenciales para que los destinatarios puedan formular un juicio fundado sobre la oferta.

Artículo 6.15.2.7.3 Promoción de la oferta. Cualquier publicidad o campaña de promoción que se pretenda realizar para motivar a los propietarios de los valores a participar en la oferta pública de adquisición, deberá realizarse una vez se haya autorizado por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia la oferta pública de adquisición.

En todo caso, la información que se suministre debe estar documentada en la información reportada a la Superintendencia Financiera de Colombia y debe corresponder a la realidad de la operación.

Artículo 6.15.2.7.4 Concurrencia de ofertas. En el evento en que, estando en trámite de autorización una solicitud de oferta, se reciba otra solicitud en relación con los mismos valores, prevalece y se da trámite a aquella cuyo precio ofrecido sea mayor. En caso de coincidir el precio ofrecido, prevalece la que se formule por un número mayor de valores. De ser iguales las características señaladas, prevalece y se da trámite a aquella que hubiere sido presentada primero en el tiempo.

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

Artículo 6.15.2.7.5 Mejora de la oferta pública de adquisición. Cualquier persona puede mejorar la oferta pública de adquisición que haya formulado, sea esta la precedente o competidora, siempre que la mejora se avise dentro de la etapa de recepción de aceptaciones. Para el efecto, el oferente sólo deberá comunicar a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores, las nuevas condiciones de la oferta y acreditar ante la bolsa de valores que las garantías amparan el cumplimiento de las obligaciones del oferente.

Se entiende por mejora de la oferta aquella situación en la que el oferente incrementa, respecto de la oferta precedente o de una oferta competidora, el precio ofrecido o la cantidad a adquirir en un porcentaje no inferior al cinco por ciento (5%).

El aviso de mejora de una oferta pública de adquisición deberá publicarse a través de los mismos medios en los que se difundieron los avisos de la oferta precedente o competidora, a más tardar el día hábil siguiente a la fecha en que se informe a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Bolsa de Valores de Colombia sobre los términos de la mejora.

La publicación del aviso de mejora implica una modificación del cuadernillo de la oferta presente o competidora en los aspectos pertinentes, por lo cual el oferente deberá actualizar y divulgar nuevamente dicho cuadernillo con las modificaciones realizadas por los mismos medios en que se difundió el cuadernillo de la oferta precedente o competidora. Esta actualización será vinculante para todas las partes involucradas de conformidad con las normas aplicables.

Cuando una oferta vigente sea mejorada, los destinatarios de la oferta que ya la hubieren aceptado se beneficiarán automáticamente de las condiciones de la modificación.

Las mejoras de oferta pública de adquisición no requieren autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia.

CAPÍTULO 8. **PRECIO, CONTRAPRESTACIÓN Y GARANTÍAS DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN.**

Artículo 6.15.2.8.1 Precio de los valores objeto de oferta pública de adquisición. Salvo lo previsto en el parágrafo 1º del presente artículo, el precio de los valores objeto de oferta pública de adquisición será determinado por el oferente, para lo cual deberá observar lo siguiente:

1. Si el oferente ha realizado adquisiciones del valor en los tres (3) últimos meses, contados a partir de la presentación de la solicitud en la Superintendencia Financiera de Colombia, el precio no podrá ser inferior al más alto que hubiere pagado.
2. En el evento en que exista preacuerdo para la oferta en los términos del artículo 7.5.1.1.7, el precio no podrá ser inferior al mayor fijado en dicho preacuerdo.

Parágrafo 1. En los supuestos previstos en los artículos 6.15.2.4.1 y 6.15.2.10.5 del presente decreto, el precio deberá ser determinado por una entidad avaluadora independiente cuya idoneidad e independencia serán calificadas previamente y en cada oportunidad por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En todo caso, en el supuesto del artículo 6.15.2.4.1 del presente decreto, el precio no podrá ser inferior al monto establecido para los valores en la respectiva operación de fusión, adquisición o escisión.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

El costo del avalúo estará a cargo del oferente, en el caso del artículo 6.15.2.4.1 del presente decreto, y a cargo de la sociedad emisora, en el caso del artículo 6.15.2.10.5 del presente decreto.

Parágrafo 2. Cuando el capital con derecho a voto esté conformado por distintos tipos de valores, el oferente podrá determinar precios diferentes para cada instrumento y realizar ofertas separadas, sin perjuicio del principio de trato equitativo de que trata el numeral 2 del artículo 6.15.2.1.1 del presente decreto. En todo caso, la determinación del precio deberá guardar relación de equivalencia y respetar lo establecido en el presente decreto.

Parágrafo 3. Cuando la contraprestación sea en valores, la determinación de su importe deberá realizarse de conformidad con lo establecido en el artículo 6.15.2.8.1 del presente decreto.

Parágrafo 4. En caso de existir un preacuerdo para la oferta, el precio se determinará conforme a lo establecido en dicho preacuerdo y por tanto no le es aplicable lo dispuesto en el numeral 1) del presente artículo, sin perjuicio del principio de trato equitativo de que trata el numeral 2 del artículo 6.15.2.1.1 del presente decreto.

Artículo 6.15.2.8.2 Contraprestación de los valores objeto de oferta pública de adquisición. El pago de los valores que se ofrece comprar podrá ser realizado en moneda legal colombiana, en divisas, de conformidad con lo previsto en el régimen cambiario, o en valores.

Cuando la realización de la oferta pública de adquisición obedezca a lo establecido en los artículos 6.15.2.4.1 y 6.15.2.10.5 del presente decreto, la contraprestación solo podrá ser en dinero.

Artículo 6.15.2.8.3 Valores admitidos como contraprestación. Cuando la contraprestación consista en valores, estos deberán estar inscritos en una bolsa de valores de Colombia o cotizar en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En el evento en que los valores ofrecidos como contraprestación coticen en varias bolsas internacionales, el oferente deberá determinar una bolsa de referencia.

Los valores que pueden servir de contraprestación son:

1. Acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones.
2. Títulos de deuda emitidos o garantizados por la Nación.
3. Títulos de deuda emitidos o garantizados por gobierno extranjero.
4. Títulos de deuda emitidos por organismo multilateral.

Cuando los valores ofrecidos como contraprestación hayan sido emitidos en el extranjero deberán estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Tratándose de títulos de deuda diferentes de los emitidos o garantizados por la Nación deberá, además, acreditarse que el emisor o la emisión han obtenido calificación de una sociedad calificadora de riesgo, reconocida internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Parágrafo 1. El oferente podrá establecer que la contraprestación sea pagada en dinero, valores, divisas o todos los anteriores. En todo caso, la forma de pago debe ser la misma para todos los accionistas.

Parágrafo 2. Cuando la contraprestación consista en capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de valores colombiana, los destinatarios de la oferta sólo podrán aceptarla respecto de un número de valores que implique que su posición de beneficiario real frente a dicha sociedad equivaldría a menos del veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de dicha sociedad, o, de poseer una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%), hasta por un porcentaje menor al cinco por ciento (5%).

Parágrafo 3. El oferente deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores en que se encuentren inscritos los valores objeto de oferta pública, para su divulgación, a partir del momento en que se publique el aviso de oferta, la cotización diaria que registren los valores que servirán como fuente de pago en las bolsas internacionales respectivas.

Así mismo deberá comunicar, respecto del emisor de dichos valores, cualquier hecho relevante que sea de su conocimiento, de conformidad con las disposiciones vigentes sobre información relevante.

Artículo 6.15.2.8.4 Garantías de la Oferta Pública de Adquisición. De forma previa a la formulación de la oferta, el oferente deberá acreditar ante la bolsa de valores la constitución de la garantía que respalde el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la misma, de conformidad con la reglamentación que para el efecto ésta establezca.

La bolsa de valores deberá hacer pública la acreditación de las garantías e informar a la Superintendencia Financiera de Colombia en el momento de su constitución.

Cuando la contraprestación sea en dinero, la garantía podrá ser:

1. Depósito en moneda legal colombiana en un establecimiento bancario legalmente autorizado para funcionar en Colombia, cuyo titular sea la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición.
2. Garantía bancaria o carta de crédito stand-by, cuyo beneficiario sea la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición, expedida por un banco local o extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia y pagadera a su primer requerimiento.
3. Póliza de seguro emitida por compañía de seguros legalmente autorizada para funcionar en Colombia, en la cual sea designado como beneficiario la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición.
4. Títulos de deuda emitidos o garantizados por la Nación, los cuales deberán ser entregados en garantía a la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición.
5. Cesión a la bolsa de valores de derechos en fondos.
6. Depósito en garantía en moneda extranjera, por virtud del cual el control de los fondos esté a cargo de un establecimiento bancario legalmente autorizado para funcionar en el extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia, cuyo único beneficiario sea la respectiva bolsa, siendo transferible inmediatamente al primer requerimiento de la misma bolsa en la cuantía pertinente.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Cuando la contraprestación consista en valores, deberá acreditarse que los mismos se encuentran libres de gravámenes, su disponibilidad y su afectación al resultado de la oferta, mediante su entrega en custodia u otro medio que garantice tal disponibilidad.

CAPÍTULO 9. AVISO DE OFERTA.

Artículo 6.15.2.9.1. Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación. El oferente deberá publicar el aviso de oferta pública de adquisición por lo menos dos (2) veces, en forma destacada en las páginas económicas de un diario impreso o electrónico de amplia circulación nacional. La publicación del primer aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha en que la Superintendencia Financiera de Colombia haya autorizado la oferta. Así mismo, el aviso deberá publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones. Dicha información también deberá ser publicada como información relevante del emisor de las acciones objeto de oferta.

La publicación del segundo aviso de oferta deberá realizarse pasados quince (15) días hábiles desde el inicio de la etapa de recepción de aceptaciones. Así mismo, el aviso deberá publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones.

La etapa para la recepción de las aceptaciones iniciará una vez transcurridos cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha en que se publique el primer aviso de oferta.

El plazo para la aceptación de la oferta pública de adquisición será de treinta (30) días hábiles, contados a partir de la fecha en la cual se inicie la etapa para la recepción de las aceptaciones.

Artículo 6.15.2.9.2 Contenido del aviso de oferta pública de adquisición. El aviso de oferta deberá contener como mínimo:

1. Identificación del oferente.
2. Número mínimo y máximo de valores que se propone adquirir.

La diferencia entre el número máximo y mínimo debe ser igual o superior al veinte por ciento (20%) del referido número máximo.

Lo anterior no obsta para que el oferente pueda establecer un número mínimo de valores superior al ochenta por ciento (80%) del capital con derecho a voto de la sociedad afectada, pudiendo alcanzar tal mínimo inclusive el cien por ciento (100%) de dicho capital. Cuando el número mínimo sea superior al ochenta por ciento (80%) pero inferior al cien por ciento (100%) del capital con derecho a voto, el número máximo será de cien por ciento (100%).

3. Porcentaje del capital con derecho a voto del cual es beneficiario real el oferente.
4. Contraprestación ofrecida por los valores.

Cuando la contraprestación consista en valores, se deberá especificar:

- a. Emisor
- b. Clase de valor

Continuación del Decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición".

- c. Bolsas de valores en que se encuentra inscrito y de ser del caso, bolsa de referencia.
- 5. Precio al cual se ofrece comprar. Cuando la contraprestación consista en valores, el importe y proporción en que se entregarán los valores.
- 6. Plazo de liquidación, modalidad de pago y garantías. La modalidad de pago podrá ser de contado o a plazo, siguiendo los lineamientos bursátiles.
- 7. Nombre de la sociedad o sociedades comisionistas por cuyo conducto se realizará la oferta.
- 8. Fecha y hora de inicio y de finalización para la presentación de las aceptaciones a la oferta.
- 9. Bolsa de valores en la cual se realizará la operación.
- 10. Indicación de la existencia o no de preacuerdos para la realización de la operación, con indicación de la parte del cuadernillo en la cual se da información sobre los mismos.
- 11. La mención a que el cuadernillo de oferta se encuentra disponible en la Superintendencia Financiera de Colombia, en las oficinas del oferente, en las oficinas de las sociedades comisionistas por cuyo conducto se realiza la oferta, y en las bolsas de valores donde están inscritos los valores.
- 12. Información sobre las autorizaciones de que fue objeto la oferta.

CAPÍTULO 10. OTRAS DISPOSICIONES.

Artículo 6.15.2.10.1 Procedimiento para la oferta pública de adquisición. La bolsa de valores deberá establecer la reglamentación de las garantías y el mecanismo especial para el desarrollo, compensación y liquidación de las ofertas públicas de adquisición, conforme a lo previsto en el presente decreto, el cual deberá ser independiente al de la rueda electrónica.

Si el número de valores comprendidos en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad de valores que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlos a prorrata a cada uno de los aceptantes.

Las aceptaciones no podrán estar sujetas a ninguna condición, excepto que los valores sean enajenados bajo la modalidad "Todo o Nada". La modalidad "Todo o Nada" significa que solamente en caso de que sea posible adjudicar la totalidad de los valores objeto de la aceptación, el aceptante está dispuesto a efectuar la enajenación.

Las aceptaciones a la oferta se deben realizar a través de las sociedades comisionistas de bolsa dentro del plazo establecido para ello.

Artículo 6.15.2.10.2 Obligaciones de la bolsa de valores. Durante el plazo establecido para recibir las aceptaciones, la bolsa de valores donde estén inscritos los valores objeto de la oferta, deberá informar diariamente a la Superintendencia Financiera de Colombia y al mercado el número de aceptaciones recibidas para la oferta, indicando aquellas que se han efectuado bajo la modalidad "Todo o Nada".

Transcurrido el plazo establecido para recibir las aceptaciones a la oferta, y en un plazo no superior a cinco (5) días comunes, la bolsa de valores informará a la Superintendencia Financiera

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

de Colombia el resultado de la oferta. Dicho resultado deberá ser publicado en el boletín diario de la bolsa de valores.

Artículo 6.15.2.10.3 Otras obligaciones del oferente. Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir, directa o indirectamente, valores que conformen el capital con derecho a voto de la sociedad afectada, a través de transacciones privadas o en bolsas de valores nacionales o extranjeras.

Artículo 6.15.2.10.4 Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición. A partir del primer aviso de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

1. La emisión de acciones o valores convertibles.
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.
3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.
4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.
5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

En el evento en que la sociedad afectada con la oferta haga parte de una situación de subordinación o de un grupo empresarial, o conforme con otras personas un mismo beneficiario real, las demás personas vinculadas por la situación de subordinación o grupo empresarial y los integrantes de dicho beneficiario real, deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, operaciones que puedan perturbar la oferta.

Parágrafo 1. No se considerará una vulneración a las obligaciones descritas en el presente artículo cuando los accionistas del emisor objeto de oferta pública o sus beneficiarios reales presenten una oferta competitiva o una mejora a este. Asimismo, no se considerará una vulneración de estas obligaciones cuando la asamblea de accionistas o la junta o consejo directivo del emisor o quien haga sus veces realicen actos que únicamente resulten en una oferta competitiva o en una mejora del precio ofertado. Los actos a los que se refiere el presente parágrafo no pueden ser contrarios a lo señalado en el artículo ni a los deberes de los administradores.

No se considerará una vulneración a las obligaciones descritas en el presente artículo, el informe de que trata el artículo 6.15.2.10.7. del presente decreto.

Parágrafo 2. Las actuaciones desarrolladas por la junta o consejo directivo o quien haga sus veces en el marco de lo dispuesto en el parágrafo anterior, deben contar con la autorización de la asamblea de accionistas o quien haga sus veces.

Artículo 6.15.2.10.5 Derecho de venta. Cuando un mismo beneficiario real adquiera más del noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores, uno o varios tenedores de valores que posean al menos

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

el uno por ciento (1%) del capital con derecho a voto de la respectiva sociedad, podrán exigir que el adquirente realice, por una sola vez, una oferta pública de adquisición por el saldo de capital con derecho a voto en circulación, dentro de los tres (3) meses siguientes a la adquisición por medio de la cual se supere dicho porcentaje.

Para el efecto, el adquirente estará obligado a informar al mercado y a la Superintendencia Financiera de Colombia por el mecanismo de información relevante cuando supere el porcentaje señalado en el presente artículo.

Los tenedores de valores que soliciten la realización de la oferta pública de adquisición prevista en este artículo deberán presentar la solicitud al adquirente por medio de la sociedad emisora e informar de manera inmediata a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre tal circunstancia.

El adquirente tendrá un plazo máximo de tres (3) meses para realizar la oferta, contado a partir de la fecha de radicación de la primera solicitud en las oficinas del domicilio principal de la sociedad emisora.

Parágrafo 1. Cuando se supere el porcentaje indicado en este artículo como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición en virtud de lo previsto en el artículo 6.15.2.4.1 del presente decreto, el precio será el mismo fijado para la realización de dicha oferta.

Parágrafo 2. El adquirente no tendrá obligación de realizar la oferta señalada en el presente artículo, cuando el porcentaje indicado en el mismo se supere como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición por un número de valores que le hubiera permitido al adquirente alcanzar el cien por ciento (100%) del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

Artículo 6.15.2.10.6 Aplicación del régimen de ofertas públicas de adquisición a las cámaras de riesgo central de contraparte cuando obren en desarrollo de su objeto social. El régimen de ofertas públicas de adquisición no será aplicable a las cámaras de riesgo central de contraparte cuando estas, en desarrollo de su objeto social, acepten interponerse como contraparte de las operaciones.

Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones. La junta directiva, el consejo directivo, o quien haga sus veces del emisor afectado por una oferta pública de adquisición podrá elaborar un informe sobre la oferta pública de adquisición, siempre que sobre esta no medie un preacuerdo entre el oferente y los accionistas del emisor afectado. Este informe deberá incluir sus observaciones a favor o en contra de los términos de la oferta, así como su opinión respecto a la intención de los oferentes y de los accionistas en aceptarla. Este informe, deberá enmarcarse en los deberes de los administradores señalados en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 o las normas que la modifiquen o sustituyan.

El informe del emisor afectado deberá ser publicado en cualquier momento desde la autorización de la oferta pública de adquisición hasta veinte (20) días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de aceptaciones. Este informe deberá aparecer de manera destacada en las páginas económicas de un diario impreso o electrónico de amplia circulación nacional y en la página web del emisor afectado. Asimismo, el informe deberá ser publicado como información relevante del emisor afectado de conformidad con lo dispuesto en el artículo 5.2.4.3.5 del presente decreto.

Artículo 6.15.2.10.7 Consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición.

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Quien adquiera capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, por encima de los porcentajes previstos en el artículo 6.15.2.1.1 del presente decreto, sin haber promovido una oferta pública de adquisición y sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar, se suspenderán los derechos políticos y económicos inherentes a los valores adquiridos mediante el negocio o negocios que requerían la formulación de una oferta pública de adquisición y deberá acreditarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia que los efectos de tales negocios se han retrotraído plenamente.

Así mismo, y sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar, cuando en virtud de un proceso de fusión, cualquier beneficiario real adquiera o incremente su participación en los porcentajes que obligan a realizar una oferta pública de adquisición en el capital con derecho a voto de una sociedad cuyos valores se encuentren inscritos en bolsa, sin seguir el procedimiento descrito para el efecto, el accionista que se constituya en beneficiario real con el adquirente, no podrá ejercer los derechos políticos y económicos inherentes a los valores adquiridos como consecuencia del respectivo proceso de fusión, a partir del momento en que se venza el plazo para la realización de la oferta en los términos señalados en el presente decreto, y hasta tanto el adquirente formule la respectiva oferta.

Parágrafo. El capital con derecho a voto que tenga suspendidos los derechos políticos y económicos, de conformidad con lo previsto en el presente artículo, no computará para efectos de quórum y mayorías decisorias de la respectiva sociedad.”

Artículo 6. Adíquese el artículo 7.5.1.1.7 al Decreto 2555 de 2010, así:

“Artículo 7.5.1.1.7 Libre concurrencia en el mercado en los eventos de ofertas públicas de adquisición. No se considera que se obstaculice la libre concurrencia y la interferencia de otros participantes, acordar previamente los elementos esenciales de una operación de oferta pública de adquisición, siempre que en el proceso de la autorización se informe, a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores cuando menos con un (1) mes de anterioridad, de todas las condiciones del preacuerdo con uno o varios de sus accionistas, incluyendo el precio acordado, la cantidad de títulos a adquirir, las condiciones de pago y financiamiento de ser el caso, y cualquier otra condición relevante que pueda afectar la oferta, los accionistas del emisor afectado, las condiciones de gobernabilidad del emisor y sus proyectos estratégicos.”

Artículo 7. Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. La Superintendencia Financiera de Colombia impartirá las instrucciones derivadas del presente decreto dentro de los seis (6) meses siguientes a su entrada en vigencia.

Artículo 8. Régimen de transición. Las ofertas públicas de adquisición que, a la fecha de entrada en vigencia del presente decreto, se encuentren en trámite de autorización o ya hayan sido autorizadas pero no concluidas, continuarán rigiéndose por las normas vigentes al momento de la radicación de la solicitud ante la Superintendencia Financiera de Colombia. Una vez expedidas las instrucciones de que trata el artículo 7 del presente decreto, todas las ofertas públicas de adquisición que se presenten y tramiten deberán ajustarse a lo dispuesto en el presente decreto.

Artículo 9. Vigencia y derogatoria. El presente Decreto rige a partir de la fecha de su publicación, sin perjuicio del régimen de transición previsto en el Artículo 5 del presente decreto, modifica los artículos 2.35.1.1.5, 2.36.3.4.3, 5.2.6.1.2 y 6.15.1.1.3 y el Título 2 del Libro 15 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010 y deroga los artículos 5.2.6.1.3, 5.2.6.1.4, 5.2.6.1.5 y 6.15.2.1.25 del Decreto 2555 de 2010.

PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Continuación del Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición”.

Dado en Bogotá D.C., a los

EL MINISTRO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO,

GERMÁN ÁVILA PLAZAS

**Código:** Mis 5.1.Pro.01.Fr.05**Fecha:** 30/09/2020**Versión:** 3**Página:** 1 de 4

Entidad originadora:	<i>Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera</i>
Fecha (dd/mm/aa):	<i>30/09/2025</i>
Proyecto de Decreto/Resolución:	<i>Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición</i>

1. ANTECEDENTES Y RAZONES DE OPORTUNIDAD Y CONVENIENCIA QUE JUSTIFICAN SU EXPEDICIÓN.

Dentro de los objetivos del Gobierno nacional, se ha buscado contribuir a crear un mercado de capitales robusto y profundo que facilite una canalización eficiente del ahorro hacia la inversión, promoviendo así el crecimiento económico. También se busca incentivar el flujo de recursos hacia la financiación del sector productivo de manera efectiva. La democratización del mercado de capitales es fundamental para alcanzar los objetivos establecidos, por lo que es imprescindible modernizar las normativas y alinear las prácticas locales con las mejores prácticas internacionales.

Asimismo, es fundamental seguir promoviendo un mercado de capitales cada vez más eficiente, dinámico y profundo. Para ello, es importante implementar cambios normativos que mejoren las condiciones para el intercambio de propiedad en las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en la bolsa de valores. Esto facilitará la creación de nuevas opciones para que más inversionistas y emisores puedan acceder al mercado de capitales en condiciones de igualdad y transparencia.

Las razones para realizar ofertas públicas de adquisición (OPA) en los mercados incluyen aspectos como sinergias operativas y financieras, oportunidades de expansión, crecimiento y diversificación, desliste, incremento de la participación en el mercado y la maximización del valor para los accionistas, entre otros. La evolución de la OPA en el mercado de capitales colombiano indica que principalmente se ha utilizado como un mecanismo para adquirir participaciones accionarias significativas y muestra una concentración considerable de acciones en pocos inversionistas.

La actualización del régimen de OPA busca incrementar la transparencia, equidad y eficiencia en las operaciones de adquisición de control en sociedades inscritas en el RNVE y listadas en bolsa. Adicionalmente, se implementan ajustes normativos en relación con ofertas competitivas y mejoras en las ofertas para proteger mejor a los accionistas minoritarios y promover condiciones equitativas para todos los actores del mercado. Estas modificaciones están diseñadas para promover un entorno más transparente y competitivo en los procesos de adquisición, facilitando una toma de decisiones informada por parte de los accionistas y protegiendo sus derechos.



Hacienda

FORMATO MEMORIA JUSTIFICATIVA

Código: Mis 5.1.Pro.01.Fr.05

Fecha: 30/09/2020

Versión: 3

Página: 2 de 4

2. AMBITO DE APLICACIÓN Y SUJETOS A QUIENES VA DIRIGIDO

La propuesta de decreto está dirigido a los emisores del mercado de valores, accionistas, Superintendencia Financiera de Colombia, sistemas de negociación de valores, agentes del mercado de capitales y demás grupos de interés.

3. VIABILIDAD JURÍDICA

3.1 Análisis de las normas que otorgan la competencia para la expedición del proyecto normativo

La propuesta normativa se expide de acuerdo con las facultades otorgadas en los numerales 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política de Colombia; y el literal b) del artículo 4 de la Ley 964 de 2005.

3.2 Vigencia de la ley o norma reglamentada o desarrollada

Las normas citadas se encuentran vigentes.

3.3. Disposiciones derogadas, subrogadas, modificadas, adicionadas o sustituidas

Se adiciona el Título 5 al libro 5 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010. El proyecto de decreto modifica los artículos 2.35.1.1.5 y 5.2.6.1.2 y el Título 2 del Libro 15 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010 y deroga los artículos 5.2.6.1.3, 5.2.6.1.4, 5.2.6.1.5 y 6.15.2.1.25 del Decreto 2555 de 2010.

3.4 Revisión y análisis de la jurisprudencia que tenga impacto o sea relevante para la expedición del proyecto normativo (órganos de cierre de cada jurisdicción)

No aplica.

3.5 Circunstancias jurídicas adicionales

No aplica.

4. IMPACTO ECONÓMICO

No aplica.

5. VIABILIDAD O DISPONIBILIDAD PRESUPUESTAL



Hacienda

FORMATO MEMORIA JUSTIFICATIVA

Código: Mis 5.1.Pro.01.Fr.05

Fecha: 30/09/2020

Versión: 3

Página: 3 de 4

No aplica.

6. IMPACTO MEDIOAMBIENTAL O SOBRE EL PATRIMONIO CULTURAL DE LA NACIÓN

No aplica.

7. ESTUDIOS TÉCNICOS QUE SUSTENTEN EL PROYECTO NORMATIVO

Documento técnico "Actualización Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición"

ANEXOS:

Certificación de cumplimiento de requisitos de consulta, publicidad y de incorporación en la agenda regulatoria	No aplica.
Concepto(s) de Ministerio de Comercio, Industria y Turismo	No aplica.
Informe de observaciones y respuestas	No aplica.
Concepto de Abogacía de la Competencia de la Superintendencia de Industria y Comercio	No aplica.
Concepto de aprobación nuevos trámites del Departamento Administrativo de la Función Pública	No aplica.
Otro	No aplica.

Mariana Aya Guerrero
Subdirectora de Desarrollo de Mercados

Diana Mesa
Asesora

Angélica González Teus
Asesora



Hacienda

FORMATO MEMORIA JUSTIFICATIVA

Código: Mis 5.1.Pro.01.Fr.05

Fecha: 30/09/2020

Versión: 3

Página: 4 de 4

Andrés García H
Andrés García
Asesor

Jaime Sarmiento
Jaime Sarmiento
Asesor



Actualización Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición

**Unidad de
Proyección
Normativa y
Estudios de
Regulación
Financiera - URF**

Bogotá – Colombia
Septiembre 2025

Mariana Aya Guerrero
Subdirectora
Angélica González Tous
Andrés Felipe García
Diana Carolina Mesa Téllez
Jaime Sarmiento Monroy
Asesores

Palabras Clave:

**OPA total, OPA
parcial, umbrales,
información, precio,
OPA sucesiva,
oferta competitadora,
mejora de la oferta**

Documento técnico





Resumen

El gobierno nacional ha definido como objetivos estratégicos para el sector financiero, entre otros: (i) consolidar un marco regulatorio que potencie el crecimiento de los diferentes mecanismos de financiación empresarial, y (ii) diversificar los participantes del mercado de capitales propendiendo por una adecuada protección del consumidor.

En este sentido, las operaciones de ofertas públicas de adquisición (OPA) pueden generar los incentivos adecuados para la toma de decisiones informadas por parte de los inversionistas, facilitar el ingreso de nuevos emisores al mercado de valores y la promoción de la competencia. El proyecto de decreto que acompaña este documento tiene por objeto: (i) contribuir al desarrollo de un marco regulatorio que promueva la competencia y esté alineado con estándares internacionales; (ii) armonizar las modificaciones con la arquitectura del mercado local y el marco del derecho societario vigente; (iii) determinar reglas que contribuyan al beneficio de los accionistas, en el que se garantice un trato igualitario y se protejan los derechos de los accionistas minoritarios; y (iv) contar con pautas que permitan operaciones bajo reglas claras y formación de precios transparente.

Por lo anterior, atendiendo discusiones sostenidas con la Superintendencia Financiera de Colombia, la Bolsa de Valores de Colombia, y la industria, así como al análisis de la información histórica sobre las OPA, se analizan los tipos de OPA, se revisa el marco regulatorio de las OPA bajo la metodología del Análisis de Impacto Normativo y se plantean las alternativas regulatorias. De esta forma, se presenta a continuación la actualización del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición.

Esta propuesta normativa se pone a disposición del público en general para sus comentarios, en cumplimiento de los artículos 3º y 8º de la Ley 1437 de 2011 y el Decreto 1081 de 2015, el cual fue aprobado para tal fin por el Consejo Directivo de la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera, de acuerdo con las decisiones consignadas en el **Acta #** de 2025.



Tabla de contenido

Resumen	2
Listado de acrónimos	5
1. Introducción	6
2. Análisis de Impacto Normativo	11
2.1. Identificación del problema	12
2.2. Objetivos de la regulación	23
2.3. Identificación de alternativas	24
2.3.1. Mantener las normas actuales	24
2.3.2. Actualización del marco regulatorio vigente de las OPA	25
2.3.2.1. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)	25
2.3.2.2. Umbrales OPA obligatoria y su relación con posición de control en Colombia	28
2.3.2.3. Percepción de información incompleta sobre la OPA	30
2.3.2.4. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas	35
2.3.2.5. Límite de precios de las OPA	37
2.3.2.6. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales	40
2.3.2.7. Acciones del deber de pasividad	42
2.3.2.8. Procedimiento vigente para las OPA competitivas y mejoras	44
2.3.2.9. Efectos de conceptos de otras entidades	46
2.4. Análisis y evaluación de alternativas	47
2.4.1. Selección de Criterios	48
2.4.2. Establecimiento de Alternativas	49
2.4.3. Calificación y Evaluación de Alternativas	51
2.4.4. Ponderación de Criterios	52
2.4.5. Ponderación de Calificaciones	53



2.4.6. Análisis de Resultados	53
2.5. Implementación y Monitoreo	55
2.6. Consulta pública	55
 3. Propuesta Regulatoria	 57
 3.1. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)	 57
3.2. Umbrales OPA obligatoria	57
3.3. Percepción de información incompleta sobre la OPA	58
3.4. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas	59
3.5. Límite de precios de las OPA	60
3.6. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales	60
3.7. Acciones del deber de pasividad	61
3.8. Procedimiento vigente para las OPA competitivas y mejoras	62
 Bibliografía	 65



Listado de acrónimos

ACCAI	Administradoras del Componente Complementario de Ahorro Individual
AIN	Análisis de Impacto Normativo
AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías
BVC	Bolsa de Valores de Colombia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores de España
CONPES	Consejo Nacional de Política Económica y Social
DNP	Departamento Nacional de Planeación
MIPG	Modelo Integrado de Planeación y Gestión
OPA	Oferta Pública de Adquisición
PMN	Política de Mejora Normativa
RNVE	Registro Nacional de Valores y Emisores
SCB	Sociedades Comisionistas de Bolsa
SEC	Securities and Exchange Commission
SFC	Superintendencia Financiera de Colombia
SIC	Superintendencia de Industria y Comercio
RNVE	Registro Nacional de Valores y Emisores
URF	Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera



1. Introducción

La OPA se define como una operación o procedimiento en la cual uno o varios compradores ofrecen a los accionistas con derecho a voto o a los: 1) tenedores de valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, 2) tenedores de valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y 3) tenedores de títulos representativos de acciones con derecho a voto, de una sociedad listada en bolsa de valores, la posibilidad de comprar una cantidad determinada de acciones a un precio establecido. La justificación del procedimiento para un proceso de adquisición de una participación significativa o de influencia en un emisor del mercado de valores busca, entre otras cosas, equilibrar los intereses del oferente, los titulares de los títulos de participación o de capital del emisor objeto de la oferta y el emisor como tal (sus órganos de administración)¹. La regulación colombiana establece un procedimiento para la realización de una OPA que mantiene informado al inversionista sobre el avance, la negociación, los plazos y precios ofrecidos por potenciales adquirentes. El Título 2 del Libro 15 de la parte 6 del Decreto 2555 de 2010 informa a los oferentes sobre cómo solicitar la autorización y completar las diferentes etapas de una OPA.

En los últimos años, la OPA ha sido utilizada para adquirir una participación relevante en una compañía listada en bolsa, permitiendo el control de la compañía o su desliste del mercado de valores en Colombia. En términos generales y usando información acuñada por la Superintendencia Financiera de Colombia y la Bolsa de Valores de Colombia, desde las últimas reformas integrales de la normatividad de OPA, introducida por los Decretos 1941 de 2006 y el de decreto 2938 de 2007, que están incluidos en el Decreto 2555 de 2010, se han llevado a cabo 83 operaciones, de las cuales 26 se hicieron invocando la causal de desliste² o cancelación³, 32 obedecieron a la búsqueda de control⁴ y 22 que aunque obligatorias⁵ pretendían adquirir un porcentaje inferior al 50% de los instrumentos que dan derecho a voto; dos operaciones sobrevinientes según las causales del artículo 6.15.2.1.22 del

¹ Garrigues (2023). Informe sobre la evaluación del régimen legal colombiano de las ofertas públicas de adquisición de acciones listadas en la Bolsa de Valores de Colombia.

² Según la definición del Artículo 5.2.6.1.6 del Decreto 2555 de 2010

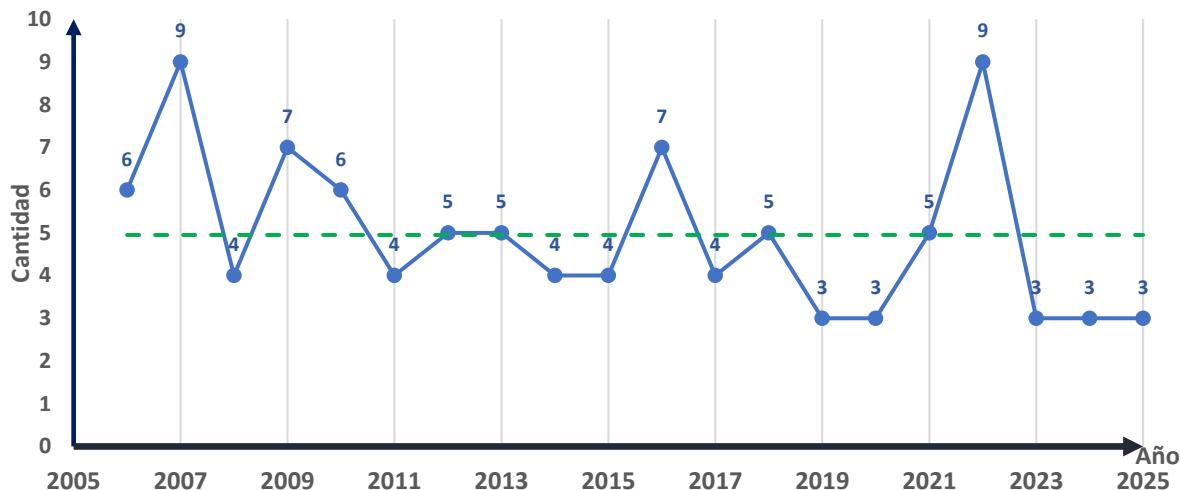
³ Artículo 5.2.6.1.2. Ibídem

⁴ Según lo definido en el Artículo 260 del Código de Comercio.

⁵ De acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010

Decreto 2555 de 2010; y, por último, se destaca que en el año en curso se presentó la primera oferta competitadora⁶.

Gráfica 1. Evolución cantidad de las OPA periodo 2006 - 2025(e)



Fuente: SFC

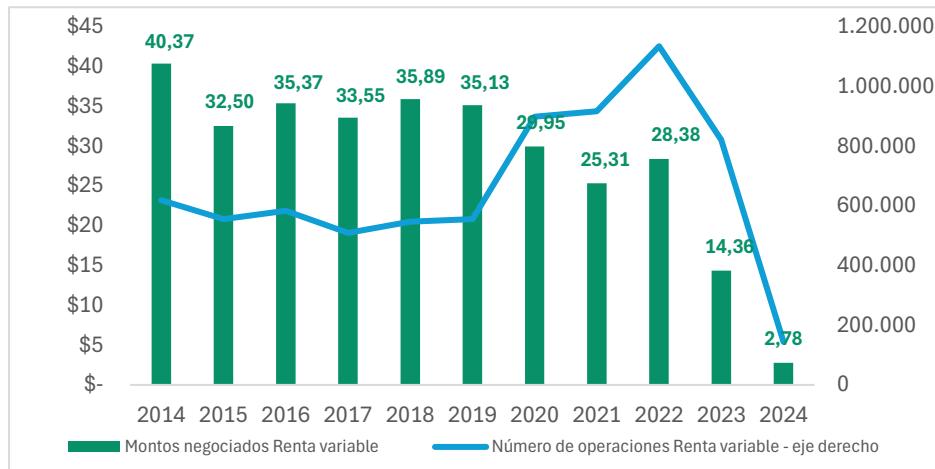
De estos datos se destaca en primer lugar que más del 30% de las OPA ejecutadas en el periodo comprendido entre 2008 y lo corrido de 2025 se han concentrado en la salida de emisores del mercado público, lo que se suma a la tendencia decreciente en los montos negociados y la cantidad de operaciones de contado en la última década en el segmento de renta variable evidenciada en la Gráfica 2, particularmente en los últimos tres años. Estas situaciones ponen de presente dos aspectos relacionados con las OPA; por un lado, que el marco vigente tiene uso para la salida de emisores, pero no genera los incentivos para el ingreso de nuevos teniendo en cuenta la exposición a la adquisición frente a la cual se percibe que actualmente el emisor objeto de la oferta no puede tomar ninguna acción en el contexto de la OPA.

En esta línea, el mercado ha señalado que la regulación vigente sobre OPA presenta algunas brechas frente a estándares internacionales y que evidencian oportunidades no solo sobre la actuación de los órganos de gobierno corporativo del emisor objeto de la adquisición, sino para fortalecer la información con la que cuentan los accionistas para tomar la decisión de aceptación de los términos de la

⁶ Según la definición del Artículo 6.15.2.1.14. Ibídem

oferta, así como en aclaración de procedimientos y alineación de reglas para generar incentivos adecuados para la transparencia.

Gráfica 2. Evolución número de operaciones y montos negociados en el mercado secundario



Fuente: BVC

En un segundo lugar se resalta que el 26,5% de las operaciones que se realizaron en el periodo de referencia superan el umbral establecido en el Artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 para hacer la adquisición mediante oferta pública obligatoria y que en este caso cobra sentido la discusión de si en el contexto de la concentración accionaria del mercado local, el mínimo para pensar en posiciones de influencia o participaciones controlantes es el actual o resulta pertinente su revisión. En esta línea y al analizar los emisores con acciones ordinarias registradas en el Registro Nacional de Valores y Emisores e inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia, se encontró que 26 de los emisores, es decir más del 30%, tienen un accionista mayoritario (con más del 50% del total del accionariado), mientras que 7 de los emisores cuentan con un segundo accionista que participa en al menos 25% de las acciones; 12 emisores con un segundo accionista con al menos del 20% (Ver Tabla 1).

**Tabla 1. Distribución de los accionistas que acumulan más del 50% de acciones ordinarias**

	Accionista mayoritario y > 50% participación	Segundo accionista > 25% participación	Segundo accionista > 20% participación	Segundo accionista > 15% participación	Tercer accionista >10% participación
Número de emisores	26	7	12	18	16
Representatividad del total de emisores	45%	12%	21%	31%	28%

Fuente: SFC

De otro lado, se ha llamado la atención sobre las OPA que se realizan de manera sucesiva sobre los valores listados por un mismo emisor, lo que se percibe como un arbitraje en el mercado que distorsiona el bienestar agregado al darse adquisiciones a diferentes precios. Como se evidencia en la Tabla 2 y tomando como referencia las transacciones de OPA que se han ejecutado en la última década, se han dado casos en que en periodos de 2 o 3 meses se han generado incrementos de precios de hasta 68% sin que necesariamente hubiese cambios significativos en los fundamentales en el desempeño financiero del emisor objeto de la transacción.

Tabla 2. Evolución de precios de valores objeto de OPA múltiples por emisor

Emisores	Año-Mes																							
	201505	201507	201508	201603	201605	201607	201612	201701	201706	201801	201805	201901	201904	202105	202108	202111	202112	202202	202204	202205	202211	202403	202411	202503
Emisor 1																			293		293			
Emisor 2																								
Emisor 3																								
Emisor 4	1.775																							
Emisor 5																								
Emisor 6																								
Emisor 7																								
Emisor 8																								
Emisor 9																								
Emisor 10																								
Emisor 11																								
Emisor 12																								
Emisor 13																								
Emisor 14																								
Emisor 15	9.500																							
Emisor 16																								

Fuente: SFC y BVC

Teniendo en cuenta las situaciones hasta acá descritas, la URF decidió aplicar la Metodología AIN para evaluar las falencias del mercado y de las normas vigentes para las OPA, y a través de este proceso fortalecer la regulación para generar los incentivos adecuados para la toma de decisiones informadas por parte de los inversionistas, facilitar el ingreso de nuevos emisores al mercado de valores y promover la competencia.



Entre los frentes que se involucraron para evaluar la pertinencia de modificación regulatoria sobre las OPA se encuentran: (i) esquema de OPA parcial en comparación con el de OPA total obligatoria; (ii) umbrales de activación de obligatoriedad tanto de las adquisiciones iniciales como adicionales; (iii) información de la transacción revelada al mercado; (iv) información particular de las operaciones preacordadas; (v) reglas de las operaciones sucesivas o subsecuentes; (vi) límite de precio mínimo para la OPA; (vii) acciones del deber de pasividad; y (viii) plazos y procedimientos para las operaciones competitadoras y las mejoras en las ofertas iniciales.

Por lo anterior, las secciones que subsiguen en este documento pretenden evidenciar las etapas del AIN y de allí justificar las alternativas regulatorias que se presentan en el proyecto de decreto al que acompaña este documento. Las opciones planteadas se sustentan en la revisión normativa comparada, el diálogo continuo con el sector privado y público, el análisis de la información histórica de las OPA en Colombia, así como de las características estructurales y coyunturales del mercado de valores local y el análisis multicriterio contemplado como parte del Análisis de Impacto Normativo.



2. Análisis de Impacto Normativo

De acuerdo con lo consignado en el CONPES 3816 de 2014, el proceso de producción normativa en cabeza de la rama ejecutiva del Estado requería de un fortalecimiento concentrado principalmente en la implementación del Análisis de Impacto Normativo (AIN) como etapa inicial del ciclo regulatorio. En esta línea, se sentaron las bases para la estructuración e institucionalización de la Política de Mejora Normativa – PMN definida como “el conjunto de herramientas con las cuales se puede asegurar que las normas que se expiden cuenten con mayores estándares de calidad”⁷ y entre las que se cuentan no solo el AIN, sino también la evaluación ex post, la simplificación administrativa y la transparencia normativa.

Como etapa posterior en el proceso de institucionalización del fortalecimiento del ciclo normativo y en línea con las recomendaciones emitidas por la OCDE en 2018⁸, en 2019 se incorporó la Política de Mejora Normativa en el Modelo Integrado de Planeación y Gestión (MIPG) y en 2022 el DNP emitió el Manual de la PMN que contempla sus objetivos, principios y establece que “la PMN aplica independientemente de la naturaleza jurídica, cuando las entidades cumplan con alguno de los siguientes criterios:

1. La entidad expide o participa en la expedición de actos administrativos de carácter general con contenido regulatorio, es decir, aquellos que intervengan en la economía y/o en la sociedad.
2. La entidad expide trámites o expide reglamentos que desagreguen un contenido técnico en función de la misión de la entidad (ej. Reglamentos técnicos).⁹

Adicionalmente, en el citado manual se incorpora el Ciclo de Gobernanza Regulatoria y sus etapas, a saber: i) la planeación, cuyo producto es la agenda normativa de la entidad; ii) el diseño de la regulación específica que se plasma en el Análisis de Impacto Normativo; iii) la redacción del proyecto regulatorio que desemboca en iv) el acto administrativo en borrador y para comentarios en la etapa de consulta pública; v) revisión de calidad; vi) divulgación y publicidad de la

⁷ Pág 10. CONPES 3816. MEJORA NORMATIVA: ANÁLISIS DE IMPACTO. Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3816.pdf>

⁸ Ocde (2014), Estudio de la OCDE sobre la política regulatoria en Colombia: Más allá de la simplificación administrativa, OCDE Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264201965-es>

⁹ Pág 19. DNP. Manual de la Política de Mejora Normativa. Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/documents/28587410/34299507/Mejora+Normativa.pdf/406f9ecb-90b2-e251-0c6b-e7cebed52ef5?t=1683231646930>



regulación expedida; y por último, vii) el proceso de evaluación de la regulación expedida.

Esta sección pretende documentar la aplicación de la metodología sugerida por el Manual de la PMN para la etapa particular de AIN que se define como “una metodología que permite, de manera previa a la intervención del Gobierno nacional, evaluar de manera sistemática su conveniencia, su justificación, sus potenciales impactos y las alternativas de intervención, con el fin de tomar decisiones eficientes, eficaces, idóneas, proporcionales, transparentes y, en general, de calidad.”¹⁰

En línea con lo establecido para el fortalecimiento de marcos normativos ya existentes en las secciones a continuación buscan documentar la aplicación de cada una de las etapas definidas para la aplicación de un AIN completo cuyo objeto es “diseñar regulaciones de calidad que respondan a las necesidades que se aspira atender con una regulación”¹¹ contemplando las siguientes etapas:

- i. Identificación del problema
- ii. Definición de objetivos
- iii. Selección de alternativas
- iv. Análisis y evaluación de alternativas
- v. Definición del mecanismo de implementación y monitoreo
- vi. Establecer el proceso de consulta pública

2.1. Identificación del problema

Desde la perspectiva global, la regulación sobre OPA obedece a dos grandes grupos de objetivos. El primero, concentrado en la protección de los accionistas del emisor objeto de la operación a través de la implementación del principio de trato equitativo (Directiva 2004/25/CE; De Cárdenas Smith, 2009; Recalde Castells, 2010); y, en una segunda categoría la asociada a la promoción del desarrollo de los mercados de capitales (García de Enterría, 1999; Bebchuk, 1982; Manne, 1965) que se refleja en el principio de integridad del mercado. En la primera categoría y de manera general se pueden agrupar las intervenciones regulatorias encaminadas a resolver los problemas agente-principal que se dan entre accionistas y directivos y/o entre accionistas mayoritarios y minoritarios generando mecanismos para que los

¹⁰Pág 25. Ibídem

¹¹Pág 18. Ibídem



beneficios de la oferta lleguen a todos los involucrados, así como las instrucciones relacionadas con ventas forzosas de ciertos tipos de accionistas. En el segundo grupo, se encuentran las disposiciones normativas que cubren los temas de revelación respecto de los términos de la operación, promoción de ofertas competidoras, medidas defensivas, entre otros.

Teniendo en cuenta la revisión de literatura y la revisión de regulación comparada, el proceso de identificación del problema se concentró en cuestionar si la regulación vigente en el mercado local sobre OPA contribuye a cumplir con los objetivos teóricos y aquellos establecidos en los marcos jurídicos de jurisdicciones referenciadas como los de la Unión Europea, pero también si a través del marco regulatorio actual aporta al cumplimiento de objetivos de política pública como el de la diversificación de la base de emisores del mercado público de valores colombiano.

Tras analizar los documentos de diagnóstico enviados por diferentes actores de la industria a la URF y realizar sesiones de discusión con sus autores y con entidades interesadas como el Comité de Emisores de la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia Financiera de Colombia, se concluyó que el régimen actual presenta varias limitaciones. En particular, se identificaron brechas frente a marcos jurídicos internacionales, como los de Estados Unidos y Europa, en aspectos relacionados con la información que reciben los participantes y el cumplimiento del principio de trato igualitario en las OPA sobre un mismo emisor. Además, se evidenció que la regulación vigente no genera incentivos suficientes para fomentar la competencia en las OPA ni para facilitar la entrada de nuevos emisores al mercado.

Siguiendo los pasos establecidos para la construcción del árbol de problema establecida por la Guía Metodológica para la Elaboración de Análisis de Impacto Normativo¹² se procedió a la identificación de las posibles causas y consecuencias del problema. Las causas tipificadas se agruparon en nueve grupos que serán presentados de manera individual a continuación al igual que sus respectivas consecuencias:

¹² Pág. 19. DNP. Análisis de Impacto Normativo: versión 2.0. Disponible en: https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/ModernizacionEstado/EReI/Guia_Metodologica_AIN.pdf



- 1. Falta de alineación de incentivos entre oferentes y accionistas que genera la ausencia de la alternativa de OPA total obligatoria por control.** La situación se resume en que, dadas las condiciones de concentración de la propiedad accionaria y la liquidez limitada del mercado de renta variable local, una vez se ejecuta una OPA parcial *a prorrata*, como establece la regulación vigente, las posiciones residuales de los accionistas iniciales resultan pequeñas para seguir teniendo influencia en el emisor post OPA, pero pueden ser significativamente grandes para que las pudiesen enajenar por completo en el mercado.

Del lado del oferente, este fenómeno tiene como consecuencia que una vez se ejecuta la OPA se puedan presentar discordancias en el gobierno corporativo y la implementación de la estrategia que motivó la OPA.

En términos del mercado agregado, el régimen de OPA parcial y el prorrato que implica la aplicación del principio de trato equitativo a los inversionistas trae como consecuencia que se genere distribución no óptima de la prima de control ya que por segmentos esta prima puede representar retos de estimación.

Por último, en este frente también cobran relevancia las discusiones de la falta de consideraciones obligatorias respecto de las compras y ventas forzosas una vez un beneficiario real alcance posiciones de “control absoluto” en un emisor de valores.

- 2. El umbral de adquisición que hace obligatoria la activación del procedimiento de OPA puede no reflejar cambios de posiciones de control del mercado local.**

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010, la adquisición por un mismo beneficiario real de 25% o más de los instrumentos con derecho a voto de un emisor activa la obligación para el oferente de cumplir con el procedimiento establecido para una OPA.

No obstante, el centro de esta discusión es que el fundamento principal de la regulación de OPA es que al realizarse cambios de posiciones de control de un emisor del mercado público de valores, pueden darse afectaciones tanto para



los accionistas del emisor afectado por la operación o en la integridad del mercado en agregado. Ahora bien, surge la pregunta de si en las condiciones de arquitectura del mercado accionario colombiano de los últimos años se puede considerar que ostentar el 25% de la participación de instrumentos con derecho a voto debería ser el mínimo para tener posiciones controlantes en los emisores colombianos.

Como consecuencia de lo anteriormente enunciado se encuentra que en la práctica se estén dando adquisiciones de posiciones de control fuera del umbral de la obligatoriedad de cumplir con el procedimiento de OPA, por lo que pueden no cumplirse preceptos claros de la regulación como el ofrecimiento del mismo precio para todos los accionistas o publicarse la información con el mismo nivel de detalle establecido para las OPA obligatorias.

También en el frente de umbrales, cobra relevancia la discusión de la obligatoriedad de presentación de una OPA cuando ya alcanzada la posición accionaria del 25%, si el mismo beneficiario real quisiera aumentar su participación en una porción superior al 5% adicional, debe también activar el procedimiento de OPA¹³. Según algunas percepciones manifestadas por agentes del mercado, esto genera costos altos por el proceso de oferta pública por posiciones que pudieran no alterar la posición de control ya adquirida según el umbral actual de 25% para la OPA obligatoria.

- 3. Percepción del mercado sobre revelación incompleta de información**
sobre la operación, los planes que el oferente tiene respecto del desarrollo del giro ordinario de la operación del emisor objeto de la operación una vez se complete esta y los intereses de quienes conforman un mismo beneficiario real informado como parte de la operación.

En discusiones con distintos actores de la industria, se logró separar esta causa en dos posibles fenómenos existentes en el mercado colombiano. El primero de ellos es que el contenido mínimo del cuadernillo, que actualmente se regla por el artículo 6.15.2.1.13 del Decreto 2555 de 2010 no contiene requisitos de revelación de las fuentes de financiación del oferente respecto de los recursos de la operación, sus condiciones o los efectos que la

¹³ Artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010



financiación de la oferta puede tener sobre el emisor objeto de esta, una vez la operación se complete.

Adicionalmente, se encontró que en las recientes OPA el mercado manifestó que hubiese contribuido a la toma de decisiones de los accionistas, tener más información sobre los efectos que la operación tendría sobre su desempeño financiero y estructura societaria una vez la operación, así como los planes del oferente respecto del negocio del emisor objetivo de la OPA.

En una segunda arista, agentes del mercado pusieron de manifiesto que en el proceso que se sigue actualmente para las OPA en Colombia, no existe un escenario o procedimiento específico en el que los participantes interesados en la operación en el mercado puedan ampliar la información contenida en el cuadernillo una vez este documento es autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia y es entonces el supervisor el único facultado para solicitar al oferente o al estructurador de la operación información adicional sobre los puntos establecidos tanto por el Decreto 2555 de 2010 como por las instrucciones de la SFC en la materia¹⁴.

La consecuencia directa de los hechos descritos anteriormente es que la decisión de aceptación o no aceptación de la oferta por parte de los accionistas, que además son diversos en niveles de conocimiento y experiencia en operaciones sobre acciones, se tome con información incompleta y relevante, lo que a su vez puede tener efectos sobre su bienestar y la competitividad del mercado local en agregado.

4. Se percibe que la regulación vigente no distingue claramente el procedimiento que frente al mercado se debe surtir cuando la OPA es aceptada por el emisor objeto de la operación de manera previa a la activación de la OPA, y las diferencias en el procedimiento cuando no hay tal aceptación.

Si bien los artículos 6.15.2.1.12 y 6.15.2.1.13 del Decreto 2555 de 2010 hacen alusión a la posibilidad de que la operación haya sido preacordada, y

¹⁴ Salvo por las solicitudes que respecto de las garantías y la operatividad del procedimiento bursátil puede solicitar la BVC y de no ser cumplidas la Bolsa podría no permitir que la operación se llevara a cabo.



por tanto los términos del acuerdo previo deban ser revelados en el aviso y cuadernillo de la OPA, no hay procedimientos adicionales asociados a su existencia.

En este caso la consecuencia es que no se revelan actualmente las motivaciones de los órganos de gobierno corporativo del emisor objeto de la oferta para aceptar sus términos, y por esta razón se genera también un vacío en los elementos que pudieran ser relevantes para la decisión de aceptación o no aceptación de la oferta por parte de otros accionistas una vez sea autorizado el trámite en la Superintendencia Financiera de Colombia.

5. **No es claro el límite de precio base para la OPA cuando el oferente no ha realizado adquisiciones previas a la oferta.** El Artículo 6.15.2.1.10 del Decreto 2555 de 2010 establece que el precio para los valores objeto de la OPA es el determinado por el oferente. No obstante, este no podrá ser inferior a: i) al más alto que hubiere pagado el mismo oferente en compras de los mismos instrumentos en los 3 meses previos a la presentación del trámite de la OPA ante la Superintendencia Financiera de Colombia o ii) al mayor fijado en el preacuerdo de la operación. Lo anterior constituye la quinta causa del problema identificado en la regulación de OPA; en primer lugar, debido a que es posible que el oferente no hubiera realizado ninguna compra de los valores involucrados en la OPA con antelación a la operación. Simultáneamente, puede darse el caso en que no hubiese preacuerdo en la OPA y en la conjunción de estos eventos, el precio no tendría ningún límite en la práctica.

Lo anterior configura un escenario que llama particularmente la atención desde el punto de vista de la regulación, teniendo en cuenta que la liquidez de las acciones en el mercado local es baja y, por tanto, la rotación de su propiedad (URF, 2024). En este contexto, el establecimiento del límite de precio en una muestra reducida como las compras realizadas por el oferente puede generar distorsiones sobre la percepción de valoración del emisor del objeto de la operación.

Desde la perspectiva de los accionistas, a reducida liquidez del mercado en puede tener como consecuencia que la OPA se perciba como el único mecanismo de posible venta de las acciones que puede darse incluso por debajo del precio de mercado y probablemente a un precio ostensiblemente



inferior al valor fundamental del emisor, cuando no se activan los límites contemplados en la regulación.

- 6. Posibilidad de las OPA sucesivas a precios diferenciales de manera frecuente.** Entre las causas que más frecuentemente señalaron los agentes del mercado sobre las falencias de la regulación de OPA vigente, se encuentra lo establecido en el Artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010, el cual determina que una vez un beneficiario real sea propietario del 25% de los instrumentos de capital de un emisor del mercado público sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al 5%, a través de una OPA conforme al procedimiento establecido para las OPA.

Este tipo de operación tiene como consecuencia que sobre el mismo valor y en un corto periodo de tiempo se generen condiciones diferenciales en precio o información para la aceptación de la oferta, y en esta medida se perciben pérdidas de bienestar para algunos participantes además del cuestionamiento respecto de la promoción de la competencia en estas operaciones y la competitividad del mercado en agregado.

En la misma línea y en particular se llama la atención sobre el porcentaje que después de adquirir una posición de influencia en un emisor del mercado público se volvería a activar la obligación de seguir el procedimiento de OPA. Como se mencionó anteriormente, la norma actual establece que este es el 5% de adquisición adicional, lo que sumado al régimen de OPA parcial tiene como consecuencia que si en una adquisición inicial, el oferente no logra su objetivo de instrumentos de capital a comprar y quiere ir aumentando gradualmente su participación, lo puede hacer a través del mismo procedimiento de la adquisición inicial y cambiando como ya se mencionó términos como el precio de compra.

Aunque desde la perspectiva del mercado se conserva el requerimiento de ofrecer de manera generalizada a los accionistas una nueva adquisición, se percibe que la diferencia de términos de la operación y el procedimiento de prorrateo de la adjudicación genera posiciones residuales de los accionistas iniciales cada vez menos favorables en términos de la posición de influencia y para la venta del remanente.



7. Falta de desarrollo de las acciones del emisor frente a su deber de pasividad. También ha sido objeto de los diagnósticos que han llevado a cabo algunos agentes de mercado, que las disposiciones contenidas en el Artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2020 en lo relacionado con las obligaciones del emisor de los valores objeto de la OPA resultan en un deber de pasividad total respecto de la operación. El deber de pasividad, de origen europeo y adoptado en cierta medida por nuestra legislación, exige que los administradores de un emisor no interfieran en el desarrollo de una OPA presentada por un oferente a los accionistas. En otras palabras, les impide tomar medidas que obstaculicen la oferta en beneficio propio, garantizando así que sean los accionistas quienes decidan sin interferencias indebidas de la administración.

No obstante, en la regulación europea, esta obligación puede quedar sin efecto si los administradores reciben autorización expresa de la asamblea de accionistas. En tal caso, pueden explorar ofertas competitivas o elaborar informes y análisis que, en cumplimiento de sus deberes fiduciarios, evalúen los posibles impactos de la oferta sobre la empresa y sus accionistas.

El deber de pasividad en la regulación de OPA en Colombia se encuentra reflejado en el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010, el cual señala lo siguiente:

"Artículo 6.15.2.1.19 Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición.

A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

- 1. La emisión de acciones o valores convertibles.*
- 2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.*



3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.

4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.

5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

En el evento en que la sociedad afectada con la oferta haga parte de una situación de subordinación o de un grupo empresarial, o conforme con otras personas un mismo beneficiario real, las demás personas vinculadas por la situación de subordinación o grupo empresarial y los integrantes de dicho beneficiario real, deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, operaciones que puedan perturbar la oferta.”

El numeral 5 de la norma mencionada ha generado en sus destinatarios la interpretación de que, ante una OPA, ni los accionistas ni sus beneficiarios reales pueden ejercer mecanismos de defensa contra la oferta. Esto incluiría estrategias como la presentación de una OPA competitora, que en otras jurisdicciones es una herramienta legítima para mejorar las condiciones de la oferta inicial o buscar alternativas más favorables para los accionistas, quizás en otros inversionistas interesados.

Esta restricción ha sido objeto de debate, ya que limita la capacidad de los accionistas para reaccionar ante una OPA que consideren desfavorable. En otras jurisdicciones, los accionistas pueden explorar opciones como la búsqueda de nuevos oferentes, la negociación de mejores términos o la implementación de mecanismos de defensa corporativa. Sin embargo, la interpretación estricta del numeral 5 podría impedir estas acciones, dejando a los accionistas en una posición pasiva frente a la oferta.



Llevando lo anterior a la práctica, si bien se tiene conocimiento de los últimos procesos de OPA, en los cuales los accionistas han podido lanzar OPA competitadoras, el objetivo de la modificación regulatoria, en lo que respecta al deber de pasividad, es brindar una claridad jurídica suficiente para evitar interpretaciones disímiles y garantizar un marco regulatorio uniforme que no esté sujeto a interpretaciones legales respecto de la capacidad de los accionistas o de sus beneficiarios reales para realizar o conseguir una opa competitora o la mejora de la inicial.

Ahora bien, dentro de la regulación societaria colombiana, la Ley 222 de 1995, en su artículo 23, establece los deberes de los administradores de las sociedades comerciales, imponiéndoles la obligación de actuar con buena fe, lealtad y diligencia. Esto significa que sus decisiones deben estar alineadas con el interés de la empresa y, por lo tanto, de sus accionistas, evitando conflictos de interés y asegurando una gestión transparente y responsable.

Lo anterior implica que en el contexto de una OPA, los administradores deberían poder actuar dentro de los límites de estos deberes, garantizando que cualquier acción que emprendan respete los principios de protección del patrimonio social, transparencia y equidad en pro de los accionistas.

Así mismo, la normativa colombiana establece que, en ciertos casos, los administradores pueden solicitar autorización de la asamblea de accionistas para adoptar decisiones estratégicas que puedan afectar el desarrollo de la oferta. Sin embargo, cualquier actuación debe estar fundamentada en el cumplimiento de sus deberes fiduciarios y en la protección del valor de la empresa y en sus obligaciones legales dispuestas en la Ley 222 de 1995.

Este fenómeno se suma a otros mencionados con anterioridad, para que los accionistas actualmente cuenten con información limitada para la toma de decisión sobre la aceptación o no aceptación de la oferta.

8. **Restricciones a las oportunidades de OPA competitoras y falta de claridad en el procedimiento para mejoras de las ofertas.** Aunque el mercado reconoce que la regulación vigente de OPA permite tanto las ofertas



competidoras¹⁵, la mejora de las ofertas¹⁶ y tiene disposiciones para la concurrencia de estas¹⁷, también llama la atención sobre el hecho de que en la práctica los tiempos establecidos para las ofertas competitadoras, por ejemplo, son demasiado ajustados, razón por la que hasta el momento solo se ha presentado una oferta de esta naturaleza desde 2007.

Respecto de la mejora de las ofertas, las observaciones recibidas se concentran en la falta de claridad en el procedimiento operativo y de autorización que se debe seguir, lo que también aplica para los casos en los que hay concurrencia de, por ejemplo, una oferta inicial, una competitora y una mejora de la oferta inicial.

Lo anterior tiene como consecuencias pérdidas potenciales de bienestar para los accionistas, lo que simultáneamente genera falta de incentivos en la participación de otros agentes como oferentes o emisores y lacera la competitividad del mercado en el agregado.

9. Desalineación entre las características esenciales de las OPA y las autorizaciones que potencialmente serían necesarias por parte de otras entidades. De manera puntual se señalan la irrevocabilidad de la OPA establecida en el Artículo 6.15.2.1.5 y lo dispuesto por ejemplo en el numeral 5 del Artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555 de 2010 que exige para la autorización de la OPA por parte de la SFC, la remisión de la solicitud que se hace ante la Superintendencia de Industria y Comercio para el concepto sobre los temas de su competencia. Teniendo en cuenta que los términos de pronunciamiento, en este caso de la SIC, pueden ser incluso superiores al periodo de aceptación de la oferta, si el concepto de esta entidad en ejercicio de sus funciones resulta contrario a una OPA que según las disposiciones del Decreto 2555 es irrevocable, no es claro el procedimiento a seguir por parte de los participantes de las OPA.

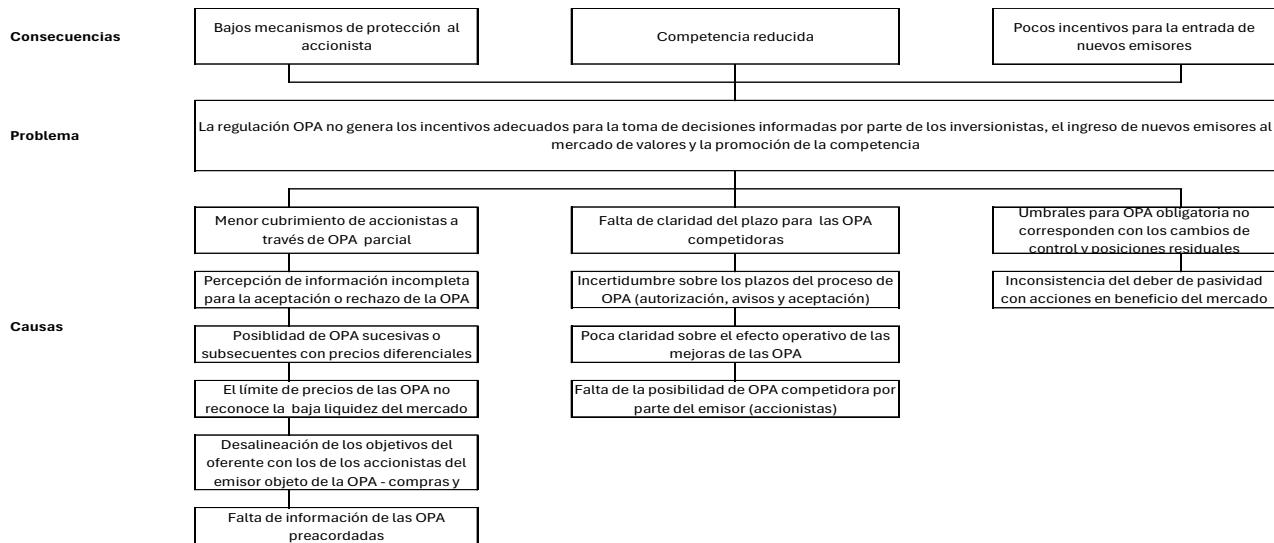
El problema identificado, sus causas y consecuencias que fueron desglosados a lo largo de esta sección se resumen de acuerdo con la Guía Metodológica del AIN del DNP en el árbol de problema que se presenta a continuación.

¹⁵ Artículo 6.15.2.1.14 del Decreto 2555 de 2010

¹⁶ Artículo 6.15.2.1.16. Ibídem

¹⁷ Artículo 6.15.2.1.15. Ibídem

Gráfica 3. Árbol de problema de la regulación de las OPA



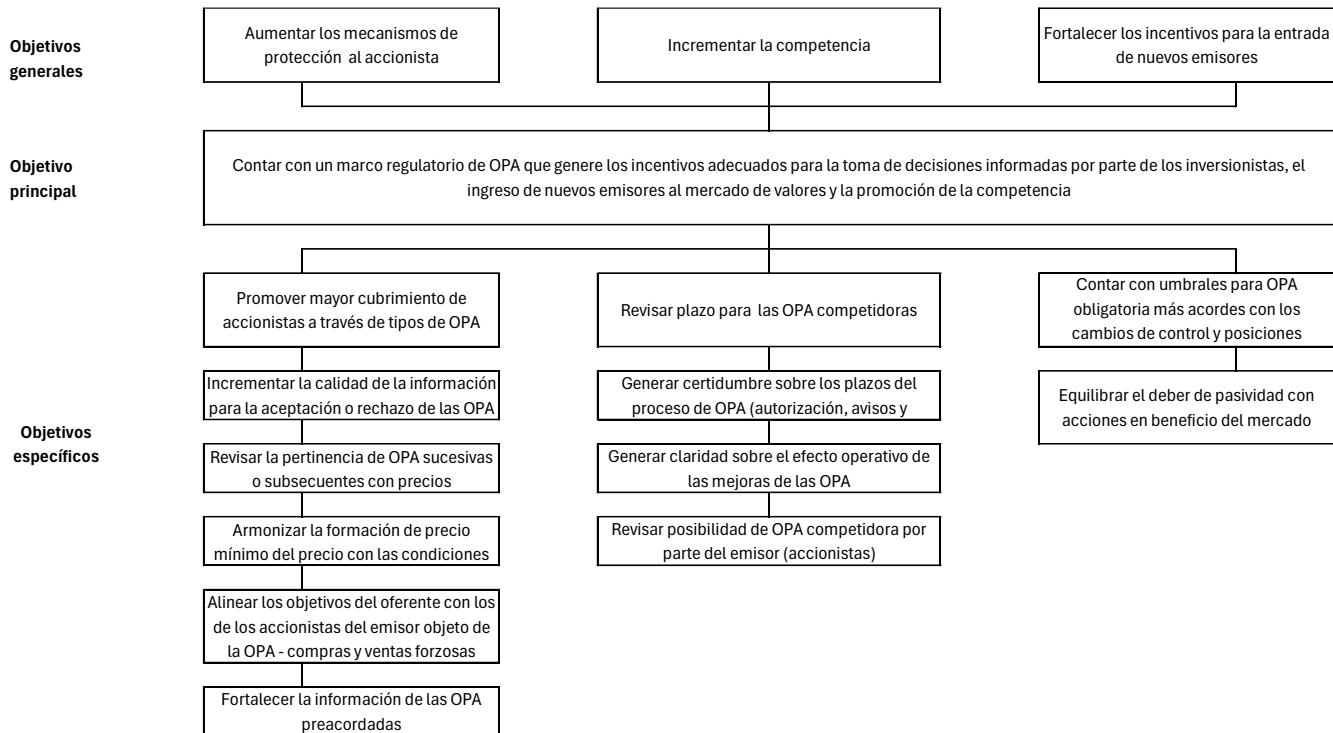
Fuente: Elaboración propia

2.2. Objetivos de la regulación

En aplicación de lo establecido por la Guía Metodológica del DNP para el diseño del AIN, se presenta a continuación el árbol de objetivos que persigue la regulación teniendo en cuenta que el objetivo general responde directamente al problema presentado en la sección previa, los objetivos generales están relacionados con los resultados que pretende obtener la regulación de las OPA que a su vez corresponden a las consecuencias del problema identificado; y, los objetivos específicos son los instrumentos de decisión que hacen parte de la regulación, están asociadas a las alternativas que contribuyen a lograr los objetivos generales y que son desglosadas en la siguiente sección.



Gráfica 4. Árbol de objetivos de la regulación de las OPA



Fuente: Elaboración propia

2.3. Identificación de alternativas

En las anteriores secciones se expuso la relevancia de las OPA en el contexto del mercado financiero y el marco regulatorio con el que cuenta actualmente. La problemática actual radica en que la regulación OPA no genera los incentivos adecuados para la toma de decisiones informadas por parte de los inversionistas, el ingreso de nuevos emisores al mercado de valores y la promoción de la competencia. A continuación, se presentan dos alternativas regulatorias: la preservación de la normativa vigente o la actualización del marco regulatorio.

2.3.1. Mantener las normas actuales

Continuar con el estado actual a nivel regulatorio, acentuaría las consecuencias de la problemática actual y que fueron expuestas en la sección 2.1. De esta forma, se propone en la siguiente sección la actualización del marco normativo de las OPA



establecido en el Decreto 2555 de 2010 y cuyos objetivos son: (i) contribuir al desarrollo de un marco regulatorio que promueva la competencia y esté alineado con estándares internacionales; (ii) armonizar las normas con la arquitectura del mercado local y el marco del derecho societario vigente; (iii) determinar reglas que contribuyan al beneficio de los accionistas, en el que se garantice un trato igualitario y se protejan los derechos de los accionistas minoritarios; y (iv) contar con pautas que permitan operaciones bajo reglas claras y formación de precios transparente.

2.3.2. Actualización del marco regulatorio vigente de las OPA

Tomando en consideración la situación respecto del marco normativo vigente y los objetivos de la regulación para la industria, el diseño del proyecto normativo al que acompaña este documento abordó discusiones para atender las causas de la problemática expuesta, las cuales se presentan de manera separada a continuación:

2.3.2.1. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)

Teniendo en cuenta la problemática expuesta en el numeral 1 de la sección 2.1, a continuación se presentan tanto las diferencias conceptuales como los beneficios y desafíos que conllevan los tipos de OPA obligatoria respecto a los objetivos teóricos de la regulación en la materia.

En primer lugar, el esquema de OPA parcial (vigente actualmente en el marco normativo local) establece que, si se pretende adquirir al menos el 25% de los instrumentos de capital de un emisor del mercado público, se debe seguir el proceso de oferta a todos los accionistas del emisor. No obstante, el oferente también puede ofertar cualquier porcentaje por encima de ese umbral teniendo que solicitar la misma autorización para lanzar la OPA.

De otro lado, el enfoque de OPA total obligatoria implica que, si el oferente pretende un porcentaje del accionariado mayor o igual a un umbral determinado que conlleve al “control absoluto” del emisor objeto de la OPA, el oferente está obligado a adquirir la totalidad de los instrumentos de capital de dicho emisor.

Desde la perspectiva del oferente el esquema de OPA parcial ofrece como ventajas: por una parte dependiendo de las características del mercado y de la composición accionaria del emisor objeto de la adquisición, puede lograr su “control absoluto” sin que necesariamente se adquiriera la totalidad de las acciones de la compañía y



de otra, se puede lograr la adquisición del porcentaje de propiedad accionario deseado a través de múltiples transacciones con precios diferenciados, lo que genera optimización del costo total de la transacción y de la temporalidad de las salidas de caja para la operación en agregado.

Ahora bien, de otro lado, la OPA total tiene como ventajas para el oferente la posibilidad de reducción de conflicto con otros accionistas y facilidad de ejercicio en términos de gobierno corporativo. Adicionalmente y desde el punto de vista de la protección de los accionistas, este esquema resulta óptimo para la distribución de la prima de control y garantizar el trato equitativo entre los inversionistas, puesto que genera un solo precio por todas las acciones y de manera simultánea para todos los titulares.

Respecto a los desafíos que presentan cada una de las alternativas se encuentran por el lado de la OPA parcial: i) el costo de oportunidad que respecto de la prima de control pueden percibir los accionistas; ii) pueden perpetuar o potenciar los problemas de principal-agente que existen entre el emisor y sus accionistas, así como entre accionistas mayoritarios y minoritarios; iii) si hay múltiples adquisiciones se puede reducir sucesivamente la liquidez de los títulos involucrados en la adquisición; iv) incentivar decisiones de venta no óptimas para los accionistas (particularmente en operaciones subsecuentes)¹⁸; y, v) en mercados ilíquidos se producen posiciones remanentes post OPA parcial que pueden ser de difícil enajenación.

Por su parte en el caso de las OPA totales se pueden encontrar como desventajas: i) el esfuerzo de consecución de recursos para el oferente es mayor, ii) que en términos del mercado agregado, las OPA por la totalidad de las acciones pueden tener como único efecto posterior la salida del emisor del mercado en el que está listado, lo que puede ser percibido como negativo en mercados de tamaño limitado y iii) puede desistir al ametrallamiento de nuevos emisores al mercado de valores, por el riesgo de poder ser adquiridos hostilmente.

Una vez señaladas las características, ventajas y desafíos que representan cada uno de los tipos de OPA obligatoria, se presenta en la Tabla 3 el resumen de la revisión de regulación comparada para este aspecto, en la que se evidencia la predominancia de la obligatoriedad de la OPA total. No obstante, es también esencial resaltar el

¹⁸ Garrigues (2023) y Ouimet (2013)



caso chileno en el que existe un régimen en el que conviven la OPA parcial y total obligatoria.

Tabla 3. Comparación internacional tipo OPA Obligatoria
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
OPA Total Obligatoria	OPA Total Obligatoria	OPA Total Obligatoria	No contempla obligatoriedad de OPA parcial ni total

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
OPA Total Obligatoria	Régimen mixto o escalonado entre OPA parcial y total	OPA parcial

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

Teniendo en cuenta la potencialidad de reducción de emisores que implica la existencia de la OPA total obligatoria para el mercado colombiano, se eliminó la posibilidad de contemplar para esta modificación regulatoria esa alternativa. Así pues, se tienen para este aspecto en particular dos posibilidades, a saber, i) mantener únicamente la obligación de OPA parcial, y ii) establecer un esquema escalonado de OPA parcial y de OPA obligatoria total.

Ahora bien, es importante señalar que la posibilidad de tener un régimen de OPA total trae consigo la necesidad de discutir la pertinencia de establecer reglas particulares sobre compras y ventas forzosas, toda vez que el objetivo de las adquisiciones totales implican un esfuerzo en caja para el oferente a cambio del control en el gobierno corporativo del emisor y para lograr tal fin pudiese ser necesario eliminar la posibilidad de la convivencia entre este oferente y accionistas minoritarios una vez se complete la OPA.

Tabla 4. Comparación internacional compras y ventas forzosas
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
Derecho de compra forzosa ("squeeze-out") y de venta forzosa tras una ope total con resultado superior al 90%.	Derecho de compra forzosa ("squeeze-out") y de venta forzosa si tras una ope total: (i) El oferente ha adquirido el 90% o más de los valores afectados por la oferta. (ii) El oferente es titular de, al menos, el 90% de los derechos de voto.	Derecho de compra forzosa ("squeeze-out") y de venta forzosa si tras una ope total: (i) El oferente ha adquirido el 90% o más de los valores afectados por la oferta. (ii) El oferente es titular de, al menos, el 90% de los derechos de voto.	No establece este tipo de requisitos

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
Derecho de compra forzosa para los accionistas en ciertos casos. Derecho de venta forzosa ("squeeze-out") si tras la ope el oferente adquiere más del 95% de la sociedad.	Los accionistas minoritarios gozan de un derecho a retiro general si el accionista controlador supera el 95%. No se contempla derecho de venta forzosa ("squeeze-out"). El controlador únicamente puede exigir la venta si los estatutos lo contemplan, y sólo respecto los accionistas que no hagan efectivo su derecho a retiro que éstos le vendan sus acciones, al mismo precio de la ope.	No se contempla derecho de compra forzosa ni de squeeze out.

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF



Por lo anterior, se presenta en la tabla 4 la revisión de reglas internacionales en la materia que permite evidenciar que las medidas particulares a las ventas forzosas se establecen una vez el oferente ha alcanzado el 90% de la propiedad accionaria o los derechos de voto, aunque destaca el caso chileno en el que a pesar de tener un régimen mixto de OPA total y parcial, no establece obligatoriedad de ventas o compras forzosas sino de derecho para los accionistas minoritarios de venta una vez el oferente alcanza el 95% de la propiedad del emisor afectado, lo que resulta a su vez similar a la norma vigente en Colombia que establece el derecho de los minoritarios a que les compren una vez el oferente alcanza el 90% del capital con derecho a voto de un emisor a través de OPA.

2.3.2.2. Umbrales OPA obligatoria y su relación con posición de control en Colombia

La regulación de OPA existe porque son operaciones relacionadas con la participación en la decisión de un emisor. Si bien el umbral del 25% que dispara la obligatoriedad en estas adquisiciones es cercano al estándar internacional que se ubica entre el 30% al 35% en otras jurisdicciones como se evidencia en la Tabla 5, puede no reflejar de manera pertinente los cambios de posiciones de control en el mercado local por los hechos presentados en la sección 2.1.

Tabla 5. Comparación internacional umbral OPA Obligatoria
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
Generalmente, los Estados miembros han establecido el umbral de control entre el 30% y 1/3, si bien un país lo ha situado en el 25% y tres en el 50%.	Está obligado a formular una opa total toda persona que directa, indirecta, concertada o sobrevenidamente, alcance el control de una sociedad cotizada, entendiéndose por control: (i) Alcanzar una participación igual o superior al 30%. (ii) Alcanzar una participación inferior y designar a la mayoría de los administradores en los 24 meses siguientes. No se requiere opa obligatoria cuando el control se haya adquirido tras una opa voluntaria total a precio equitativo o que haya sido aceptada por más del 50% de las acciones objetivo.	Está obligado a formular una opa total toda persona que directa, indirecta, concertada o sobrevenidamente, adquiera o incremente su participación como sigue: (i) Alcanzar una participación igual o superior al 30%. (ii) Poseyendo una participación entre el 30% y el 50%, incrementar su participación.	No contemplan un umbral para OPA obligatoria



Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
Está obligado a formular una ope total toda persona que: (i) Adquiera el control de la sociedad del anterior socio controlante. (ii) Ya controlando la sociedad, adquiera más de un tercio del capital flotante.	Está obligado a formular una ope parcial toda persona que pretenda alcanzar el control de la sociedad: (i) De forma directa, alcanzando la mayoría de los votos o la participación inferior que permita ejercer influencia decisiva. (ii) De forma indirecta, adquiriendo una sociedad en la que más del 75% de su activo es el control de la sociedad cotizada. Está obligado a formular una ope total toda persona que haya alcanzado o sobrepasado el umbral de los 2/3 de participación.	Está obligado a formular una ope parcial toda persona que pretenda alcanzar una participación del 25%, del 50% o del 60% de la sociedad.

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

Con el fin de evaluar la necesidad de modificar los umbrales de OPA obligatoria, se analizó la distribución de los 58 emisores de valores colombianos con acciones ordinarias registradas en el RNVE e inscritos en la BVC. Como se mostró en la introducción, el 45% de estos emisores cuentan con un accionista que es controlante. Sin embargo, el segundo accionista concentra más de un cuarto de las acciones solo en siete de estos emisores (12%), por lo que el umbral del 25% no refleja la dinámica de la toma de decisiones. Es decir, el segundo accionista que cuenta con al menos el 20% de participación en doce de los emisores ejerce posiciones de control.

En otros términos, los umbrales de la OPA obligatoria no corresponden a posiciones de control en Colombia. El segundo accionista que influye en la toma de decisiones normalmente cuenta con menos de un 25% de las acciones con derecho a voto. Lo anterior concuerda con las Normas Internacionales de Contabilidad 28 (NIC 28) que establece que se tiene influencia significativa cuando se cuenta con al menos el 20% del derecho a voto sin ser accionista controlante.

Desde otra perspectiva y considerando la posibilidad de tener para el mercado local un régimen escalonado de OPA parcial y total, y que el umbral de 30% es más común para jurisdicciones en las que se contempla la obligatoriedad de OPA total, como se evidencia en la Tabla 5, las alternativas en esta arista son: i) mantener el límite vigente para OPA obligatoria que contempla la adquisición de una participación de al menos el 25% por parte de un mismo beneficiario real teniendo en cuenta que se alinea con el estándar internacional; ii) reducir este límite al 20% atendiendo las consideraciones expuestas anteriormente y en línea con atender al objetivo de alinear la regulación de OPA con las condiciones particulares de control que se evidencian en el mercado colombiano; o, iii) incrementar el umbral al 30% en línea con lo observado en el estándar de otras jurisdicciones.



En la misma línea y para el caso de las compras adicionales que activan obligatoriedad de la OPA, a continuación se presenta el resumen de la revisión de regulación internacional, que como se muestra en la Tabla 6 permite inferir que no hay un estándar claro en la materia, encontrándose en algunas jurisdicciones que no hay obligatoriedad de OPA por participaciones adicionales como en Perú o Estados Unidos, obligatoriedad casi que por cualquier porcentaje adicional como en el caso de Reino Unido, en la Unión Europea por el 1% y el caso especial de España que contempla obligatoriedad después de alcanzar la posición de control en más del 50%.

Tabla 6. Comparación internacional umbral OPA adicional
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
1%	Si el oferente ya tiene una participación entre 30 y 50% de las acciones y hace compras adicionales, no se activa OPA. Si a través de la compra adicional se supera el 50%, se activa la OPA obligatoria sin perjuicio del porcentaje de interés	Cualquier participación adicional	No contempla obligatoriedad en este aspecto

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
Si un accionista con posición de control pretende una adquisición que cause que el flotante del emisor sea menos del 15%	3%	No contempla obligatoriedad en este aspecto

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta la falta de uniformidad de instrucciones que en la materia existen en el marco internacional, se proponen como alternativas para la OPA obligatoria adicional: i) mantener el 5% hoy vigente, o ii) incrementar el umbral al 10% considerando los gastos adicionales que se generan actualmente por las compras sucesivas.

2.3.2.3. Percepción de información incompleta sobre la OPA

Para mitigar las consecuencias que se expusieron en la sección 2.1 (numeral 3) respecto al hecho de que en el mercado se percibe que en las OPA que se han dado en la historia reciente, se ha evidenciado la necesidad de fortalecer y profundizar la información de la que disponen los accionistas del emisor objeto de la operación para aceptar o rechazar los términos de la oferta, se consideraron dos alternativas: i) la posibilidad de contar con un escenario en el que frente a la información requerida actualmente agentes del mercado pudiese hacer comentarios al



cuadernillo para que el oferente y su representante estructurador completaran la información que se percibiera faltante; o ii) se pondera la posibilidad de fortalecer la lista de requisitos de información para la radicación del cuadernillo.

I. Escenario para comentarios al cuadernillo

En la actualidad, el trámite de las OPA se inicia con la radicación de la documentación listada en el artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555 de 2010 ante la Superintendencia Financiera de Colombia por parte del oferente. Entre los documentos solicitados se requiere el cuadernillo de la operación que, a su vez, debe cumplir con las normas de revelación establecidas en el 6.15.2.1.13. Así pues, el único agente del mercado que puede solicitar aclaración o profundización de la información contenida en el cuadernillo de la operación es el supervisor. Como única excepción existe la posibilidad de que la bolsa de valores en la que está listada la acción o los instrumentos sobre los que recae la oferta, puede pronunciarse sobre las garantías o el procedimiento a ejecutarse para dar cumplimiento a la oferta y en caso de que el oferente no subsane las observaciones, la bolsa podría abstenerse de materializar la OPA. Esta situación tiene como consecuencia que, si los accionistas del emisor objeto de la oferta consideran que la información contenida en el cuadernillo está incompleta, no existe en el marco regulatorio ninguna alternativa para solicitar la subsanación del hecho.

En esta línea, la URF procedió a analizar la pertinencia de contar con un espacio para atender las faltas de información percibidas por el mercado. En primer lugar, a través de la revisión de regulación comparada y de otro lado frente a los posibles efectos generados para el mercado en agregado de esta posibilidad. Respecto a lo estipulado en la materia en otras jurisdicciones, evidenciamos que, como factor común, el supervisor está facultado para requerir al oferente el cumplimiento del régimen de información de la operación sin perjuicio de que esta requiera autorización o no. No obstante, en ninguna de las jurisdicciones revisadas se contempla un espacio o escenario en el que otros agentes del mercado puedan presentar observaciones a la información de la documentación de la oferta.

Se destaca por ejemplo el caso de Chile, jurisdicción en la que la OPA no tiene obligación o registro y aun así se establece¹⁹ que la autoridad de supervisión podrá formular observaciones y exigir al oferente antecedentes adicionales. Prevé también que las deficiencias en la información proporcionada o el incumplimiento de los requisitos establecidos en la ley facultarán a la SVS para suspender hasta por 15

¹⁹ Norma de Carácter General nº 104 de la Superintendencia de Valores y Seguros



días el inicio o la continuación de la oferta. Esta suspensión podrá prorrogarse por una vez y por el mismo plazo. Si vencida la prórroga subsisten las causas que la fundaron, la SVS podrá dejar sin efecto la oferta por resolución fundada.

La regulación de Estados Unidos que comparte con el caso chileno la no obligatoriedad de la autorización para las OPA tiene requisitos de información específicos tanto en el *Schedule TO* como en el *Schedule 14d-1*, aunque no contempla la intervención de la SEC para requerir información adicional a los oferentes. No obstante, si como resultado de la OPA se prueban afectaciones al mercado por la insuficiencia de la información de los mencionados documentos, se generan sanciones que repercuten sobre el oferente y estructurador de la operación.

De igual manera se resalta lo dispuesto en la regulación española, ya que al igual que en Colombia las OPA deben ser autorizadas y en este caso se señala en términos de la información del equivalente al cuadernillo que, i) la CNMV podrá exigir cuanta información adicional estime necesaria y complementaria, y podrá incluir advertencias y consideraciones que faciliten su análisis; ii) la CNMV podrá eximir algunas de las informaciones requeridas, siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales; y, iii) si una vez publicado se exigiera la incorporación de información adicional, el oferente podrá aportarlo en un suplemento.

A pesar de que la URF no encontró referentes internacionales para establecer un espacio o escenario en el que agentes del mercado diferentes a la SFC pudiese solicitar aclaraciones al cuadernillo, la entidad lideró espacios de discusión tanto como con los intermediarios de valores, como con la BVC para contemplar las ventajas y desventajas de establecer la posibilidad en la regulación.

Se contempló como primera alternativa que la Bolsa de Valores de Colombia consolidara los comentarios que las Sociedades Comisionistas de Bolsa tuvieran como propios o en nombre de sus clientes y accionistas del emisor objeto de la OPA. El primer procedimiento propuesto contemplaba que la BVC hiciera llegar de manera simultánea las observaciones consolidadas tanto al oferente y estructurador como a la SFC para que el trámite de aprobación contemplara la subsanación o justificación de las salvedades del mercado. Como segunda posibilidad en este frente, se contempló que la SFC y como parte del proceso de autorización habilitara un espacio digital que consolidara de manera automática los comentarios de las Sociedades Comisionistas de Bolsa como expertos del mercado o en nombre de sus clientes y accionistas del emisor objeto de la OPA.



En los espacios de co-creación entre el regulador y la industria, los participantes del mercado manifestaron su preocupación respecto de que el rol asignado a la BVC o a las SCB en las dos propuestas señaladas anteriormente podrían no estar alineadas con aquellas asignadas a sus respectivas licencias, siendo la más llamativa en este caso la situación de la bolsa que por su función natural de infraestructura del mercado de valores, entrar a jugar un rol en la información disponible en los escenarios de negociación, podría exceder o incluso estar en contravía de su neutralidad; por su parte, las SCB señalaron que su participación en los mecanismos propuestos podrían generar conflictos de interés entre el deber de asesoría de la actividad de intermediación y la actividad de asesoría que se activa en la operación de aceptación de los términos de la OPA.

II. Revisión de la información del cuadernillo de la operación

Actualmente el artículo 6.15.2.1.13 del Decreto 2555 de 2010 establece el contenido mínimo del cuadernillo de la operación como requisito de la aprobación del trámite que realiza la Superintendencia Financiera de Colombia. El artículo mencionado cubre la solicitud de revelación respecto a: i) Identificación de la sociedad afectada y datos del oferente; ii) Datos de la oferta; y iii) Autorizaciones y certificaciones a través de 24 requerimientos específicos de información.

En este frente se procedió a evaluar el contenido de la información y su profundidad, y establecer si respecto a los estándares de otras jurisdicciones resulta insuficiente. Para este fin, el análisis contempló tanto los regímenes que en la materia están vigentes en jurisdicciones referentes como la Unión Europea y su aplicación particular en España, Reino Unido y Estados Unidos, así como pares de la región como Brasil, Chile y Perú.



Tabla 7. Comparación internacional requisitos información cuadernillo

Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
<p>Información sobre el oferente Identidad del oferente y, si es una sociedad, su tipo, denominación y domicilio social Identidad personas que actúan con el oferente o con la sociedad afectada Valores o, en su caso, la clase o clases de valores a los que se refiere la oferta Condiciones de la oferta Contraprestación ofrecida por cada valor o clase de valores Indemnización máxima y mínima que se compromete a pagar el oferente Información detallada sobre las acciones del oferente sobre la sociedad afectada Condiciones a las que está sujeta la oferta Intenciones del oferente con las actividades futuras y la salvaguarda de puestos de trabajo Plazo de aceptación de la oferta Información sobre la financiación de la oferta Identidad de las personas que actúan con el oferente o con la sociedad afectada Información adicional Legislación nacional aplicable al contrato entre el oferente y los titulares de valores Acuerdos relativos al ejercicio de los derechos de voto en la sociedad afectada Compensaciones ofrecidas por los derechos que podrían suprimirse Info. sobre derecho aplicable a contratos y órganos jurisdiccionales competentes</p>	<p>Información general Índice y documentos complementarios Personas responsables del folleto Acuerdos, ámbito y legislación aplicables Info. sobre sociedad afectada y oferente Características de la oferta Valores a los que se dirige la oferta Contraprestación ofrecida y razón del precio Condiciones a las que está sujeta la oferta Garantías y financiación Procedimiento de la oferta Plazo de aceptación Formalidades para la aceptación Gastos de aceptación y liquidación Designación de intermediarios financieros Finalidad de la operación Planes estratégicos e intenciones del oferente Impacto en la plantilla y directivos Planes sobre activos y endeudamiento Emisión de valores y reestructuraciones (e) Política dividendo y estructura órgano admón Previsiones sobre cotización de los valores Autorizaciones Autorizaciones de organismos reguladores y de defensa de la competencia Impacto de financiación en sociedad afectada Documentación equivalente a un folleto informativo para ofertas de canje</p>	<p>Información general y financiera Identificación del oferente, la sociedad afectada y la entidad intermedia Intenciones del oferente respecto al negocio, empleados y planes de pensiones Información financiera detallada del oferente y la sociedad afectada Fuentes de financiación de la oferta Detalles de la oferta Valores a los que se dirige la oferta Contraprestación ofrecida y justificación Condiciones de la oferta Garantías constituidas Procedimiento de aceptación y liquidación Intereses y acuerdos Intereses en valores de la sociedad afectada del oferente y personas relacionadas Acuerdos especiales entre el oferente y accionistas o directivos Emolumentos de los directores Acuerdos relacionados con la oferta Información adicional Confirmación de disponibilidad de recursos en ofertas en efectivo Estimación del valor de contraprestaciones en valores no cotizados Incorporación de obligaciones y derechos Honorarios y gastos estimados de la oferta</p>	<p>Información general Identificación del tipo de transacción (OPA de terceros, OPA del emisor, transacción privada) Datos de la empresa objetivo y del oferente Valores objeto de la oferta Contenido detallado Resumen de términos clave Información sobre la empresa objetivo Identidad y antecedentes del oferente Términos de la transacción Contactos, transacciones y acuerdos previos Propósito de la transacción y planes futuros Origen y monto de los fondos Intereses en los valores de empresa objetivo Personas/activos empleados o compensados Estados financieros (si son materiales) Información adicional Anexos (contratos, opiniones, etc.) Información financiera Estados financieros del oferente (materiales) Información financiera proforma-ciertos casos Posibilidad presentar información resumida Requisitos adicionales Cálculo detallado de tarifas de presentación Incorporación de obligaciones y derechos Confirmación de disponibilidad de fondos para ofertas en efectivo Declaración compensación contraprestación</p>

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
<p>Información general Info sociedad objeto, intermediario y oferente Mención de que es la OPA y detalles de objeto Número, clase y tipo de acciones de la oferta Precio u otra forma de contraprestación Principales términos y condiciones de oferta Fecha, lugar y hora del inicio de la subasta Información sobre la sociedad objeto Composición accionaria detallada Indicadores económicos y financieros de los últimos dos ejercicios y trimestre anterior Precio ponderado de las acciones, valor de los fondos propios y valor económico por acción Estado de inscripción en la CVM- si aplica Información sobre el oferente Títulos de la sociedad objeto en posesión del oferente o personas vinculadas Títulos tomados o concedidos en préstamo Exposición en derivados referenciados en valores de la sociedad objeto Contratos, precontratos, opciones o actos jurídicos para adquisición o venta de valores Información adicional Disponibilidad informe tasación, aviso público Lista nominal de accionistas sociedad objeto Información sobre aprobación del registro de la OPA por la CVM Detalles específicos para OPAs canje/mixtas</p>	<p>Identificación y antecedentes Nombre de la sociedad objeto de la oferta Identificación del oferente y su controlador Antecedentes económicos y financieros del oferente Relaciones previas entre el oferente y la sociedad objeto de la OPA Características de la oferta Objetivo de la OPA y planes de negocios Monto total de la operación Acciones o valores incluidos en la oferta Cantidad de acciones a adquirir y porcentajes Plazo de duración y posibles prórrogas Sistema de materialización de la operación Condiciones económicas y procedimientos Precio y condiciones de pago Procedimiento para aceptar la oferta Revocación de la oferta y derecho de retracción Financiamiento de la oferta Garantías constituidas Información adicional Administrador u organizador de la oferta Asesores independientes del oferente Factores de riesgo Impacto esperado sobre las acciones Información bursátil y dividendos Lugares de información adicional</p>	<p>Información sobre el ofertante Datos de identificación del ofertante (persona natural o jurídica) Estructura accionaria y de administración (para personas jurídicas) Info. sobre Grupo Económico- si aplica Relación de valores de la sociedad objetivo en posesión del ofertante Acuerdos entre el ofertante y la administración de la sociedad objetivo Información económico-financiera del ofertante Información sobre la oferta Datos de la sociedad objetivo Características de los valores objeto de oferta Contraprestación ofrecida y forma de pago Número máximo y mínimo de valores a adquirir Garantías constituidas por el ofertante Financiamiento de la oferta Procedimiento de aceptación y liquidación Finalidad de la adquisición y planes futuros Responsabilidades y autorizaciones Personas responsables del contenido del Prospecto Declaraciones de veracidad y diligencia Área o persona responsable de la entrega del Prospecto</p>

Fuente: Elaboración propia



Como resultado del proceso de revisión de regulación comparada que se resume en la Tabla 7, se concluyó que las categorías de información que se requieren en el artículo 6.15.2.1.13 del Decreto 2555 de 2010 están en términos generales alineadas con las que existen en los marcos regulatorios de las jurisdicciones revisadas. No obstante, evaluando a profundidad los aspectos cubiertos en cada una de las categorías encontramos que hay oportunidades de fortalecer los requisitos en los siguientes aspectos:

1. Identificación de la sociedad afectada y datos del oferente. En particular en este último, se evidencian brechas de información respecto a: i) relaciones de control del oferente y su grupo económico y los intereses de éstos últimos en la operación; ii) desempeño financiero del oferente y efecto que sobre este se prevé que tenga la oferta; y, iii) nivel de profundidad de la revelación respecto de las consecuencias de la operación sobre planes de empleo y condiciones laborales, así como planes sobre la estructura y composición de los órganos de administración.

De otro lado y relacionado con la financiación de la oferta, se encontró espacio para fortalecer la información del impacto del endeudamiento sobre la sociedad objeto de la OPA y la revelación de los principales términos y condiciones del endeudamiento para financiar la oferta.

2. Datos de la oferta. En esta arista, se encontraron diferencias entre el régimen actual local y los referentes internacionales en lo relacionado con el cálculo de la prima de control de aplicar.

2.3.2.4. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas

Con el fin de mitigar los efectos de la situación señalada en el numeral 4 de la sección 2.1 las alternativas que se contemplaron fueron: i) desarrollar un régimen diferencial de procedimiento para las operaciones de adquisición que previo a su trámite de autorización hubiesen tenido una negociación entre el oferente y el emisor objeto de la oferta, o, ii) fortalecer las disposiciones que respecto a los preacuerdos se contemplan hoy en la regulación de OPA.

Como punto de partida de análisis de las alternativas, se realizó la revisión de regulación comparada, teniendo en cuenta que en el marco internacional se da una clasificación entre operaciones hostiles y amigables, en la que la última categoría recoge aquellas en que se da una negociación previa exitosa entre oferente y emisor



afecto, alineada con la terminología local de preacuerdo. Las operaciones hostiles por residuo son en las que los órganos de gobierno corporativo del emisor objeto de la oferta no están de acuerdo con sus términos y, en ese caso, a través del proceso dispuesto por la regulación, los accionistas pueden tomar la decisión de aceptar los términos del oferente y enajenar sus participaciones.

Tabla 8. Comparación internacional régimen OPA hostil

Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá redactar y publicar un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta.	El consejo de administración deberá formular y publicar un informe motivado sobre la OPA. El informe deberá contener las observaciones a favor o en contra de la oferta, la opinión de los consejeros respecto de la oferta, su intención de aceptar o no la opa y comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.	El consejo de administración de enviar una circular a los accionistas y personas con derecho de información con sus opiniones y recomendaciones sobre la OPA.	El Directorio de la empresa objetivo debe contratar <i>Fairnees Opinion</i> .

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
Se prevé concepto del consejo de la sociedad afectada, pero con carácter voluntario, en el caso de una opa voluntaria para la adquisición del control.	Los administradores de la sociedad afectada deben emitir individualmente un informe escrito con su opinión acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas	El directorio de la sociedad afectada debe emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la opa.

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

Bajo esta definición, los resultados de la revisión internacional que se evidencian en la Tabla 8 están acotados a la posibilidad u obligación que tienen los órganos de administración de emitir un concepto respecto de los términos de la operación, en donde no hay uniformidad.

La misma revisión internacional permitió identificar que el único aspecto adicional que diferencia las OPA amigables y hostiles son las medidas defensivas que se pueden adoptar los órganos de gobierno corporativo del emisor objeto de la oferta y su relación con el deber de pasividad que será abordado en la sección 3.2.6. En todo caso, no se encontraron aspectos adicionales para un procedimiento individualizado para las OPA preacordadas.



2.3.2.5. Límite de precio mínimo de la OPA

Para dar solución a la problemática expuesta en el numeral 5 de la sección 2.1 las alternativas que fueron contempladas además de a no hacer modificaciones a la reglamentación actual, fueron: i) establecer límites de precios diferenciales para las operaciones de OPA que se dieran sobre instrumentos estructuralmente diferentes en términos de liquidez, ii) hacer modificaciones puntuales sobre las condiciones para establecer la muestra de referencia para definir el límite de precio mínimo para la operación de OPA sin perjuicio de las consideraciones diferenciales de liquidez que puedan tener los valores objeto de la oferta; y, iii) definir límites diferenciales de precio por niveles de liquidez y de manera simultánea modificar las condiciones vigentes respecto a la muestra que se considera para establecer el precio de las OPA.

Respecto a la primera alternativa, con el objetivo de revisar la necesidad de los límites diferenciales por nivel de liquidez en los precios de las OPA, se revisó la distribución de las operaciones de esta naturaleza por bursatilidad, teniendo en cuenta que no existe una *proxy* de liquidez diferente contenida en las disposiciones regulatorias del Decreto 2555 de 2010²⁰. Como se evidencia en la Tabla 9, desde que hay información del índice de bursatilidad en la información consolidada de OPA (2009) y excluyendo las OPA de desliste, cancelación y aquellas sobrevinientes, 23 de las 54 (42,6%) de las OPA se han dado sobre acciones que pertenecían al momento de la operación a las categorías de alta y media bursatilidad, mientras que 20 de las transacciones se han concentrado en las categorías de baja y mínima bursatilidad (37%). Se resalta que en todo caso que por la metodología de construcción del índice de bursatilidad, no todas las acciones cuentan con clasificación en esta materia cuando se presenta una OPA, razón por la que se tiene la columna de no clasificación presenta en total 11 operaciones, es decir, el 20,4%.

²⁰ Título 3, Libro 10 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010

**Tabla 9. Desglose de OPA por índice de bursatilidad**

	IB1 Alta bursatilidad	IB2 Media bursatilidad	IB3 Baja bursatilidad	IB4 Mínima bursatilidad	(sin clasificación)	Total
2009	0	0	0	1	2	3
2010	1	0	0	2	1	4
2011	0	0	0	0	2	2
2012	0	1	2	0	1	4
2013	0	2	0	1	0	3
2014	0	0	0	2	2	4
2015	0	0	0	3	0	3
2016	2	2	0	1	0	5
2017	0	0	1	0	1	2
2018	0	0	2	1	0	3
2019	1	0	0	1	0	2
2020	1	0	1	0	0	2
2021	1	0	1	1	1	4
2022	5	3	0	0	0	8
2023	1	0	0	0	0	1
2024	1	1	0	0	0	2
2025	1	0	0	0	1	2
Total	14	9	7	13	11	54

Fuente: Elaboración Propia

Se concluye entonces que la evidencia muestra que no hay concentración por número de OPA por categoría de bursatilidad y, en este sentido, tampoco una necesidad evidente de tener precios diferenciales por este criterio. Ahora bien, teniendo en cuenta que como se expuso en la sección 2.1 (numeral 5) la preocupación en este aspecto también está relacionada con la distancia entre los precios de mercado y los valores intrínsecos de los emisores listados en la Bolsa de Valores de Colombia, se destaca que la estimación de valor intrínseco implica decisiones metodológicas con grados diferentes de subjetividad diversos, por lo que abordar esta discusión desde el punto de vista regulatorio no es posible.

De otro lado, respecto a la evaluación de la segunda alternativa el primer paso fue revisar el estándar en la materia. Tal y como se evidencia en la Tabla 10 no es una práctica usada en las jurisdicciones analizadas el uso de fijación de precios diferenciales por nivel de liquidez, incluso en países que puedan compartir algunas condiciones de liquidez o estructura de mercado como Chile y Perú. En estos casos, los requisitos que aplican respecto a la formación de precios son los de adquisiciones de participaciones que implican control absoluto.

Tabla 10. Comparación internacional fijación de precio mínimo para las OPA

Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
El precio más alto que el oferente o personas que actúen de concierto con el haya pagado por los mismos valores o durante un periodo que no podrá ser inferior a 6 meses ni superior a 12, antes de la oferta.	El precio más alto pagado por el oferente y personas concertadas en los 12 meses previos. En caso de que el oferente no haya comprado acciones en los 12 meses previos, el precio mínimo será el valor real según un informe de experto.	El precio más alto pagado por el oferente y personas concertadas en los 12 meses previos.	No hay norma federal que determine el precio y, por tanto, hay libertad total en cuanto a su fijación, sin perjuicio de que algunos estados de la Unión, en su normativa societaria, fijen ciertos criterios para determinados supuestos muy concretos. - En caso de aumento o disminución del precio durante OPA, la oferta debe mantenerse vigente durante al menos 10 días

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
El precio depende del tipo de opa: (i) Las opas obligatorias por aumento significativo de la participación del accionista de control deben formularse a valor real de la sociedad. (ii) En caso de opa por venta del control, el precio no podrá sea inferior al 80% del precio pagado por acción en el bloque de control.	El precio de la opa será el determinado por el oferente, que, en el caso de la opa obligatoria del accionista controlador por alcanzar o superar los dos tercios, no podrá ser inferior al que corresponde al derecho a retiro.	El precio es libremente determinado por el oferente, aunque en opas a posteriori no puede ser inferior al determinado por un valorador independiente.

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

Ahora bien, se destaca también que en términos comparativos las jurisdicciones que comparten el elemento de límite de precio mínimo son las que se encuentran bajo el estándar de Unión Europea con criterios de tipo de transacciones, en específico las realizadas por el oferente anteriores a la OPA y en un marco temporal establecido como 12 meses tanto en Reino Unido como España. No obstante, se considera necesario resaltar que bajo el régimen actual del mercado local y la práctica de los marcos señalados no es claro si existe límite o no para el caso de no darse, no se dan adquisiciones por parte del oferente.

Esta situación representa un reto significativo considerando las condiciones estructurales que respecto de la liquidez tiene el mercado colombiano. Es decir, si no se dan compras previas a la OPA por parte del oferente, el Artículo 6.15.2.1.10 establece que el precio para la transacción será el establecido por el oferente, pudiendo este ser superior o inferior al valor de mercado que a su vez puede ser muy inferior al intrínseco de la compañía afectada por la OPA. Aunque es cierto que lo anterior no tendría efectos limitados en mercados líquidos y con múltiples oportunidades de salida para los accionistas, en el contexto colombiano puede generar pérdidas de bienestar para los inversionistas que pueden percibir una OPA como única oportunidad de venta para sus títulos.



Por lo anterior, y en aras de generar un límite de precio mínimo para las OPA que sea acorde a la valoración real o de mercado del emisor, se contemplan como alternativas de modificación: i) mantener el límite de precio mínimo actual; ii) el promedio del precio de cierre de la acción; iii) el último precio de cierre antes de la presentación de la OPA; o, iv) el fijado con base en un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente, lo que resulta similar al proceso establecido para el proceso de readquisición del Art 42 de la Ley 964 de 2005. La primera alternativa se tiene en cuenta dado que es la más apegada a los estándares internacionales y las restantes se plantean considerando el objetivo de alineación de la regulación propuesta con la estructura y situación coyuntural del mercado de valores local.

2.3.2.6. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales

Aunque la definición de OPA sucesiva no existe explícitamente en la regulación actual, como fue señalado en el numeral 6 de la sección 2.1, se entiende que es aquella que se formula por oferente (beneficiarios reales) que ya haya realizado una OPA y desee incrementar su participación en el emisor objeto de la adquisición. Como se mencionó en el aparte anteriormente señalado, la problemática radica en la posibilidad de que para un mismo valor se den varias compras a precios significativamente diferentes, lo que a su vez trae como consecuencia que, según la oportunidad de OPA múltiples, se den pérdidas potenciales de bienestar para los accionistas vendedores y el mercado en agregado.

Con el objetivo de solucionar la problemática enunciada se contemplaron dos posibilidades: i) establecer la obligatoriedad de igualación de precios para transacciones múltiples en la modalidad de OPA en el caso que se den en un marco temporal; y, ii) eliminar la posibilidad de que se hagan OPA sobre un mismo emisor en un marco de tiempo, promoviendo que el oferente revele sus intenciones de adquisición en la primera operación de esta naturaleza.

El primer elemento de análisis consiste en la revisión de regulación comparada resumida en la Tabla 11. El primer elemento por destacar es que en ninguna de las jurisdicciones evaluadas hay una prohibición expresa sobre las OPA sucesivas o subsecuentes.



Tabla 11. Comparación internacional OPA sucesivas
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Aspecto	Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
Posibilidad u obligación de igualación de precios en operaciones subsecuentes	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación
Plazo mínimo para la presentación de una OPA subsecuente	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación	12 meses con excepción de que la JD del emisor afecto esté de acuerdo	No establece límite

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Aspecto	Brasil	Chile	Perú
Posibilidad u obligación de igualación de precios en operaciones subsecuentes	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación
Plazo mínimo para la presentación de una OPA subsecuente	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación	No está contemplado en la regulación

Fuente: Elaboración propia

Como segundo elemento a resaltar, se evidencia que el único marco normativo que presenta una regla explícita sobre las OPA subsecuentes es la de Reino Unido (*City Code on Takeovers and Mergers*), que establece que solo puede presentarse una oferta (por parte de un mismo oferente o su grupo de actuación en concierto) sobre el mismo emisor en el caso de que la primera hubiera fracasado o se hubiese retirado y con un periodo de espera de mínimo un año. Sobre la regla, la única excepción expresa es que la junta directiva del emisor objeto de la oferta manifestara estar de acuerdo con los términos de la nueva transacción (equivalente a un preacuerdo en la normatividad colombiana).

De otro lado y como tercer aspecto, se destaca que en ninguna de las jurisdicciones revisadas contempla mecanismos de igualación de precios de las ofertas cuando estas son independientes. Lo que sí existe es la posibilidad de mejorar una oferta, lo que también está incluido en la regulación local.

Teniendo en cuenta los resultados de la revisión de regulación comparada, se procedió a analizar las condiciones en las que se han dado las OPA múltiples sobre un mismo emisor del mercado local en la última década. La Tabla 12 evidencia que el precio ofrecido en cada una de las OPA subsecuentes cambia de manera significativa en la mayoría de las operaciones que se dan dentro de un mismo año.



Tabla 12. Evolución de precios de OPA sucesivas por emisor

Emisores	Año-Mes																						
	201505	201507	201508	201603	201605	201607	201612	201701	201706	201801	201805	201901	201904	202105	202108	202111	202112	202202	202204	202205	202211	202403	202411
Emisor 1																		293		293			
Emisor 2																							
Emisor 3																							
Emisor 4																							
Emisor 5																							
Emisor 6																							
Emisor 7																							
Emisor 8																							
Emisor 9																							
Emisor 10																							
Emisor 11																							
Emisor 12																							
Emisor 13																							
Emisor 14																							
Emisor 15																							
Emisor 16																							

Fuentes: SFC y BVC. Elaboración propia

2.3.2.7. Acciones del deber de pasividad

Como se señaló en el numeral 7 de la sección 2.1, una de las causas identificadas del problema relacionado con las OPA en Colombia es el deber de pasividad establecido por la regulación en lugar del desarrollo de un conjunto de medidas defensivas para el emisor objeto de una operación de esta naturaleza. Por lo anterior, en este caso podría deducirse que las alternativas a considerar para afrontar esta causa al problema son i) eliminar el deber de pasividad de los órganos de administración del emisor objeto de la OPA; o, ii) conservar el deber de pasividad e incluir la posibilidad de que los emisores afectos o sus órganos de gobierno corporativo del emisor ejecuten acciones defensivas como casos en los que no se viole el deber de pasividad.

Para evaluar las alternativas listadas anteriormente, se ejecutó la revisión de regulación comparada en la materia. Como se evidencia en la Tabla 13, con excepción de Estados Unidos, el marco regulatorio de las jurisdicciones revisadas hace alusión al deber de pasividad o neutralidad ante una OPA manifiesta.



Tabla 13. Comparación internacional Deber de Pasividad y Medidas Defensivas

Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

	Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
Deber de pasividad	Los Estados miembros deberán implementar el deber de pasividad de los administradores de una sociedad afectada por una nota. Sujeto a cláusula de "opt-out" por los Estados miembros. El deber de pasividad se podrá condicionar a medidas de reciprocidad con el país del oferente.	Los administradores de la sociedad afectada quedan sujetos al deber de pasividad desde la publicación del anuncio. El deber de pasividad no se aplica si no hay reciprocidad con el país del oferente. previo de la ope..	Los administradores de la sociedad afectada quedan sujetos al deber de pasividad desde la publicación de la ope e incluso antes si tienen razones para creer que una oferta de buena fe es inminente.	No se contempla. Conducta de los Directores y Administradores está regida transversalmente por el deber fiduciario (Actuar en el mejor interés de la Empresa y de sus accionistas). En este sentido, puede negociar el acuerdo y establecer, si es del caso, salvaguardas en defensa de los minoritarios.
Acciones de excepción al deber de pasividad		1. Búsqueda de ofertas competidoras (<i>White knight defense</i>) 2. Las actuaciones que, sean autorizadas de forma expresa por la junta general de accionistas). 3. Las actuaciones u operaciones que sean autorizadas por el oferente.	-Si la adopción de la acción propuesta se encuentra condicionada a que la oferta se retire o decaiga; -Si el oferente consiente que el consejo de administración de la sociedad afectada adopte esa actuación; -Si titulares de más de un 50% de los derechos de voto de la sociedad afectada declaran por escrito que aprueban la acción a adoptar por el oferente y que votarían a favor de un acuerdo autorizándola en la junta general de accionistas de la sociedad afectada; -Si la actuación es consecuencia de un contrato suscrito o una obligación preexistente al periodo referido anteriormente; -Si se trata de una decisión adoptada antes de dicho periodo y: (a) se ha implementado parcialmente; o (b) sin haber sido implementada ya total o parcialmente, se enmarca en el curso ordinario del negocio.	<i>Cuando la OPA es hostil se pueden aplicar:</i> 1. Contraataque contra el oferente "pac-man", 2. Búsqueda de una oferta competidora amistosa "white knight", 3. Venta de activos estratégicos o relevantes, ofrecer beneficios a los accionistas que no vendan sus acciones al oferente, 4. Adaptación de los estatutos para establecer consejos escalonados u otras "poison pills".

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

	Brasil	Chile	Perú
Deber de pasividad	No contiene una disposición específica al respecto, pero el consejo de administración tiene, como norma general, prohibido realizar actos considerados "prácticas no equitativas", como se entiende que serían la realización de actos que disminuyan o puedan disminuir el valor de la sociedad afectada.	Aunque el deber de pasividad no es explícito, la sociedad afectada y los miembros de su directorio no podrán, durante toda la vigencia de la ope, adquirir acciones de propia emisión, resolver la creación de sociedades filiales, enajenar bienes del activo que superen el 5% del valor total del mismo ni incrementar el endeudamiento por encima del 10% de la deuda existente con anterioridad a la oferta.	desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una ope, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competitivas, priorizando en todo momento el interés de los accionistas, y abstenerse de realizar o concertar cualquier acto que no sea propio del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la oferta o favorecer a algún oferente, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros.
Acciones de excepción al deber de pasividad		El supervisor podrá autorizar, por resolución fundada, la realización de cualquiera de las operaciones anteriores, siempre que no afecten el normal desarrollo de la oferta.	

Fuente: Garrigues, 2023

No obstante, sobre las acciones exceptuadas del deber de pasividad del emisor se resalta que tanto en España como en Estados Unidos se encuentra como elemento en común la posibilidad de buscar una oferta competitiva, en el primer caso sin



violar el deber de pasividad del emisor y en el segundo, siempre que como todas las medidas defensivas respondan al deber fiduciario de los administradores.

2.3.2.8. Procedimiento vigente para las OPA competitivas y mejoras

De acuerdo con lo expuesto en el numeral 8 de la sección 2.1 las disposiciones regulatorias para las OPA traen como consecuencia que en la práctica: i) la existencia de ofertas competitadoras sea improbable por la poca probabilidad de que los plazos respecto a la oferta inicial se cumplan; y, ii) no sea claro el procedimiento operativo para materializar la mejora de los términos de las ofertas iniciales.

Con el fin de solucionar la primera situación al tiempo que se pueda contribuir a cumplir con el objetivo de incentivar la competencia en el mercado de valores local y en particular en este tipo de transacciones, las alternativas se definen a partir de la revisión de la regulación comparada respecto a plazos. Como se muestra en la Tabla 14, frente a España o los países de la región, el marco local presenta un plazo restrictivo para el desarrollo de ofertas competitadoras. Mientras que en el primer caso se contempla la posibilidad que como plazo máximo de una oferta de esta naturaleza se presente 5 días, en Brasil, Chile y Perú, el plazo máximo es 10 días antes del vencimiento de la inicial.

Tabla 14. Comparación de Procedimiento y plazos para OPA competitora
Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
No hay referencias específicas a los plazos para OPA competitadoras	Las opas competitadoras deberán formularse antes de los últimos cinco días del plazo de aceptación de las ofertas precedentes	Las ofertas competitadoras están permitidas, regulándose de forma general por las normas aplicables a la oferta inicial.	No hay un plazo máximo establecido para presentar ofertas competitadoras, mientras la oferta inicial siga abierta.

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
La OPA competitadora debe lanzarse antes de los últimos diez días del periodo de la oferta inicial	Se pueden presentar ofertas competitadoras siempre que se publiquen antes de los diez últimos días del plazo de vigencia de la oferta inicial.	Las opas competitadoras deben presentarse dentro de los diez días iniciales del periodo de vigencia de la opa inicial.

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

Ahora bien, dado que el plazo para la OPA competitadora depende de la vigencia de la inicial, tanto en la regulación colombiana como en los demás marcos revisados,



se evaluó también la necesidad de modificar el plazo de aceptación de las ofertas. Así pues, y aunque como elemento común en las jurisdicciones revisadas, el plazo de aceptación es establecido por el oferente, este debe cumplir con las condiciones que se muestran en la tabla 15.

Tabla 15. Comparación de plazos de aceptación de la oferta

Unión Europea	España	Reino Unido	Estados Unidos
El plazo de aceptación de la oferta no pueda ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta.	No inferior a 15 días naturales ni superior a 70, a opción del oferente, de la autorización de la oferta por la CNMV y la publicación del anuncio formal de la ope.	Plazo abierto al menos hasta el día 21 desde la publicación del offer circular o desde la fecha en la que la oferta sea incondicional, lo que ocurra más tarde.	30 a 120 días.

Panel a) Jurisdicciones referencia fuera de la región LATAM

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

Brasil	Chile	Perú
Plazo mínimo de 30 días y máximo de 45.	Plazo mínimo de 20 días y máximo de 30.	Plazo mínimo de 20 días. Solo plazo máximo en las opas "a posteriori" (40 días).

Fuente: Garrigues, 2023; Complemento URF

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.7. del Decreto 2555 de 2010, el plazo de aceptación en Colombia debe ser mínimo de 10 días y máximo de 30, lo que contrastado con la experiencia internacional también puede resultar limitado; toda vez que como se señaló anteriormente, este plazo determina también el marco para una potencial oferta competitadora.

Respecto a la segunda situación presentada al inicio de la presente sección, según la cual para algunos agentes del mercado no es claro el procedimiento a seguir en algunas etapas de la mejora de la oferta, se procedió a mapear los dolores específicos y poder establecer soluciones posibles. Es así en reuniones con la industria se logró identificar que:

- a. Según lo dispuesto en el Artículo 6.15.2.1.16 del Decreto 2555 de 2010, "Cualquier persona puede mejorar la oferta que haya formulado en tanto se sujete a los requisitos establecidos en el presente decreto para las ofertas competitadoras. Para el efecto, el oferente sólo deberá comunicar a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores, de forma previa a la publicación del primer aviso, las nuevas condiciones de la oferta y acreditar ante la bolsa de valores que las garantías amparan el cumplimiento de las obligaciones del oferente".



No obstante, no es claro si se dan, por ejemplo, varias mejoras si se entendería que el primer aviso es solo el inicial o el anterior. Otro caso es el de la oferta competitiva; si el oferente inicial quisiera hacer una mejora, no se tiene claridad si en ese caso se debería hacer previa a la publicación del primer aviso de la oferta de la OPA competitiva y si eso es realmente aplicable.

- b. En el mismo artículo solo se establece frente a la mejora de la oferta que "los avisos de oferta deberán ser publicados en el mismo medio en que fueron publicados los avisos de la oferta precedente". Sin embargo, los agentes del mercado consideran necesario aclarar si es necesario modificar el cuadernillo y los avisos.

2.3.2.9. Efectos de conceptos de otras entidades

En Colombia existen entidades con roles de vigilancia y control en áreas específicas que podrían intervenir en el desarrollo de una OPA, según la necesidad que se identifique desde su rol. Ese es el caso de la Superintendencia de Industria y Comercio que interviene en el desarrollo de la OPA emitiendo un concepto relacionado con la libre competencia y el desarrollo del mercado, teniendo en cuenta el porcentaje de acciones que pretende obtener el oferente de la sociedad emisora.

Así como es necesario el concepto de competencia de la SIC en algunos casos, dependiendo de la OPA que se desarrolle, la sociedad oferente podría llegar a necesitar un concepto en un área específica (i.e. salud, transporte, entre otros), o cada Superintendencia podría estar en la facultad de emitir un concepto en el desarrollo de una OPA.

En la actualidad, el oferente solicita el concepto que considere necesario a la autoridad competente al mismo tiempo que radica los papeles de la solicitud de autorización de la OPA en la SFC. En el desarrollo de este documento técnico y el decreto que lo acompaña, no se ha evidenciado que las autoridades intervengan en la operación de forma oficiosa.

Respecto de la solicitud de un concepto a la SIC o a cualquier otra autoridad, en el marco legal colombiano no existe un término o plazo dentro del cual las entidades con roles de vigilancia y control deban emitir un concepto en caso de ser necesario,



ya sea de oficio o a petición del oferente. En la práctica, eso se traduce en que la OPA puede ser autorizada por la SFC y comenzar su tiempo de aceptación sin contar aún con el concepto solicitado.

Iniciar el periodo de aceptaciones de la oferta sin contar con el concepto solicitado por el oferente podría implicar que la autoridad emita el concepto no favorable al desarrollo de la OPA. Esto supone retos bajo el entendido que la OPA, de conformidad con el marco regulatorio aplicable, es irrevocable.

A pesar del hallazgo sobre los retos que supone no tener un tiempo certero para la obtención de un concepto de una autoridad colombiana para el desarrollo de una OPA, desde esta Unidad no es viable determinar un tiempo para ello a nivel de decreto. Lo anterior responde a:

1. Las facultades de la URF se centran en la proyección normativa para la regulación del sistema financiero, para su posterior expedición por el Gobierno nacional.
2. Las autoridades que pueden emitir concepto respecto del desarrollo de una OPA son autoridades de diferentes sectores.
3. Para determinar un tiempo para la obtención de un concepto por parte de una autoridad colombiana, es necesario contar con una determinación legal.

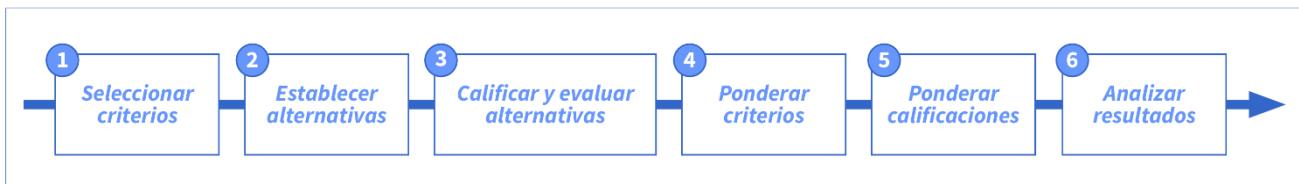
2.4. Análisis y evaluación de alternativas

De acuerdo con la metodología de Análisis de Impacto Normativo, una vez son definidas las alternativas de modificación regulatoria, es necesario elegir entre ellas la que contribuya en mayor medida o en forma más eficiente a lograr los objetivos trazados y a su vez enfrentar las causas del problema identificado en etapas previas. El proceso de selección de alternativas se puede abordar principalmente a través de tres enfoques: el análisis costo-beneficio, costo-efectividad o el análisis multicriterio. Los dos primeros usados cuando es posible cuantificar los costos de implementar las medidas regulatorias planteadas, así como los impactos positivos derivados de su implantación; por su lado, el análisis multicriterio para una evaluación a partir de criterios cualitativos.

Ahora bien, dado que el diseño de la regulación financiera no cuenta en la mayoría de las ocasiones con la posibilidad de medir la inversión necesaria para su implementación o los beneficios que podría tener la intervención en la población objetivo, entre otras razones, se utiliza en esta ocasión la aproximación de análisis multicriterio para la evaluación de alternativas.

Siguiendo entonces la Guía Metodológica para la Aplicación de Análisis de Impacto Normativo del DNP, a continuación se desglosan las consideraciones particulares que para la modificación de la regulación de OPA se tienen a la luz del Análisis Multicriterio.

Gráfica 5. Pasos para la aplicación del Análisis Multicriterio



Fuente: DNP (2021)

2.4.1. Selección de Criterios

Esta etapa pretende establecer los aspectos con los cuales se evaluarán las alternativas a elegir la intervención regulatoria a proponer. Para esto, la instrucción de la metodología es que los criterios seleccionados estén directamente relacionados con los objetivos que se establecieron en el árbol diseñado en las primeras etapas del AIN. Por esta razón para este caso particular se seleccionaron como criterios:

- I. Fortalecer la protección al accionista
- II. Mayor competencia
- III. Promoción de nuevos emisores

Se adicionaron como criterios adicionales que atienden a objetivos secundarios transversales a las intervenciones proyectadas por la URF para el mercado de valores: IV) Aplicación estándares internacionales, y V) Alineación de las normas planteadas a la estructura de mercado y legislativa del mercado local.



2.4.2. Establecimiento de Alternativas

Considerando que en la sección 2.3 del presente documento se definieron las posibilidades que en cada uno de los frentes de trabajo se consideraron para dar solución a las causas del problema identificado, a continuación se presenta el resumen para fácil visualización:

Tabla 16. Alternativas a evaluar en la nueva regulación de OPA

Tipos de OPA Obligatoria	Umbrales	Información	Preacordadas
Establecer OPA por control y total - sin posibilidad OPA parcial	Bajar umbral de acuerdo con la estructura del mercado local actual	Cerrar brechas de información del cuadernillo respecto a estándares internacionales	Desarrollar un régimen diferencial de procedimiento para las OPA Preacordadas
Definir un régimen escalonado de OPA total por control con posibilidad de OPA parcial	Subir umbral de acuerdo con el estándar internacional	Habilitar un mecanismo regulatorio para que los agentes pidan información adicional en el cuadernillo	Fortalecer las disposiciones que respecto a los preacuerdos se contemplan hoy en la regulación de OPA
Mantener un régimen de OPA Parcial sin contemplar OPA total obligatoria - No hacer modificaciones	OPA adicional por 5% OPA adicional por 10% No hacer modificaciones	No hacer modificaciones	No hacer modificaciones
Precios	Operaciones subsecuentes o sucesivas	Deber de pasividad	OPA competitadoras y mejoras
Establecer límites de precios diferenciales para las operaciones de OPA que se dieran sobre instrumentos estructuralmente	Establecer la obligatoriedad de igualación de precios para transacciones múltiples en periodo considerado corto	Eliminar el deber de pasividad de los órganos de administración del emisor objeto de la OPA	Ampliar el plazo para las OPA competitadoras, fijar el plazo de aceptación y acatar la operatividad para las mejoras
Definir límites diferenciales de precio por niveles de liquidez y de manera simultánea modificar las condiciones vigentes	Eliminar la posibilidad de que se hagan OPA sobre un mismo emisor en un marco de tiempo	Conservar el deber de pasividad e incluir la posibilidad de que los emisores afectos ejecuten acciones defensivas como casos	No hacer modificaciones
Mínimo el promedio del precio de cierre de los últimos 6 meses	No hacer modificaciones	No hacer modificaciones	
Mínimo el último precio de cierre			
El precio de la OPA se fijará con base en un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente (igual a la readquisición del Art 42 de la Ley 964/2005)			Alternativa descartada

Fuente: Elaboración propia

A partir de la Tabla 16 se destaca que después del proceso de análisis de alternativas, en los siguientes frentes solo se tuvo una posibilidad de modificación sobreviviente, razón por la que procede su implementación directa en la sección 3 de propuesta regulatoria ya que por una parte no hacer modificaciones en estos aspectos perpetúa situaciones que se consideran causas directas del problema



central del mercado de OPA y se considera que las alternativas de cambio contribuyen a lograr los objetivos trazados en el marco normativo:

- i. **Información del cuadernillo:** se tiene como alternativa proponer el fortalecimiento de los requisitos mínimos de información del cuadernillo de la operación.
- ii. **Revelación de los preacuerdos en OPA:** la única alternativa restante es la de fortalecimiento de información a revelarse al mercado cuando exista una operación preacordada.
- iii. **OPA sucesivas o subsecuentes:** después de la revisión realizada, se decide proceder en la propuesta normativa con un periodo de enfriamiento (*cool off*) entre las múltiples ofertas que se den sobre instrumentos de capital de un emisor.
- iv. **Deber de pasividad:** se contempla como única alternativa posible para la propuesta regulatoria inicial la claridad sobre las acciones que no van en contravía de los deberes de los administradores contemplados en la Ley 222 de 1995.
- v. **Plazos y procedimiento de OPA competitoras y mejoras en las ofertas:** por considerar la única alternativa para solucionar retos puntuales de la regulación vigente en la materia se incluyen por ejemplo el plazo fijo de aceptación de la oferta, reducción del número de avisos de oferta, ampliación del plazo para presentar ofertas competitivas y aclaración de los procedimientos a ejecutar en el caso de mejoras a las ofertas.

Una vez identificadas las alternativas seleccionadas en los frentes ya señalados, en los restantes, a saber, i) tipos de OPA obligatoria; ii) umbrales para las OPA obligatorias y precio, subsisten varias alternativas de las cuales podrían derivarse 48 combinaciones posibles. No obstante, en aras de facilitar el ejercicio y establecer alternativas que tuviesen una implementación lógica se redujeron a siete presentadas en la Tabla 17:

**Tabla 17. Alternativas a considerar**

Alternativa	Régimen OPA parcial/total	Umbral OPA obligatoria	Umbral OPA adicional	Precio base
1	Mantener un régimen de OPA Parcial sin contemplar OPA total obligatoria	Mantener el umbral para OPA obligatoria(25%)	Preservar OPA adicional por 5%	Precio base más alto pagado por el oferente en últimos 3 meses
2	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Bajar el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Precio base promedio del precio de cierre de los últimos 6 meses
3	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Bajar el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Precio base último precio de cierre
4	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Bajar el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Sin precio base. El precio de la OPA se fijará con base en un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente (igual a la readquisición del Art 42 de la Ley 964/2005)
5	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Subir el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Precio base promedio del precio de cierre de los últimos 6 meses
6	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Subir el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Precio base último precio de cierre
7	Definir un régimen escalonado de OPA total obligatoria con posibilidad de OPA parcial	Subir el umbral para OPA obligatoria	Subir umbral OPA adicional	Sin precio base. El precio de la OPA se fijará con base en un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente (igual a la readquisición del Art 42 de la Ley 964/2005)

Fuente: Elaboración propia

2.4.3. Calificación y Evaluación de Alternativas

Con el fin de eliminar el posible sesgo de subjetividad en el proceso de calificación de las alternativas y de criterios, se invitó a los agentes involucrados desde varias aristas en el mercado de OPA a participar en una encuesta que involucraba tanto la priorización que desde su punto de vista tuviesen los criterios establecidos en la sección 2.4.1 como la calificación de las alternativas presentadas en el aparte previo según los criterios seleccionados como prioritarios.

Así pues, en su papel de estructuradores de las operaciones se invitaron a participar a las oficinas de abogados y Sociedades Comisionistas de Bolsa agremiadas por Asobolsa; estas también participaron como representantes de los accionistas de los emisores que han sido o potencialmente serían objeto de OPA, al igual que las AFP y ACCAI agremiadas en Asofondos, las Sociedades Fiduciarias del gremio de Asofiduciarias y las aseguradoras agremiadas en Fasecolda. Como agentes interesados en el mercado de valores fueron invitados el AMV, la SFC, la BVC y los bancos que pertenecen a Asobancaria.

La encuesta estuvo compuesta por tres secciones. En la primera se recopilaron los datos de contacto del encuestado. Posteriormente, se preguntó por la importancia que les asigna a los criterios a los que apunta la regulación de OPA. Finalmente, se calificó cómo cada alternativa aporta a alcanzar los criterios.

Se recibieron 26 respuestas a esta iniciativa. Las entidades que respondieron la encuesta corresponden a: 8 Sociedades Fiduciarias, 2 AFP/ACCAI, 3 Oficinas de abogados, 3 Sociedades Comisionistas de Bolsa, 2 Aseguradoras y 1 Emisor. Adicionalmente, se contó con la participación de 3 bancos, el AMV, la SFC, la URF y la BVC.

2.4.4. Ponderación de Criterios

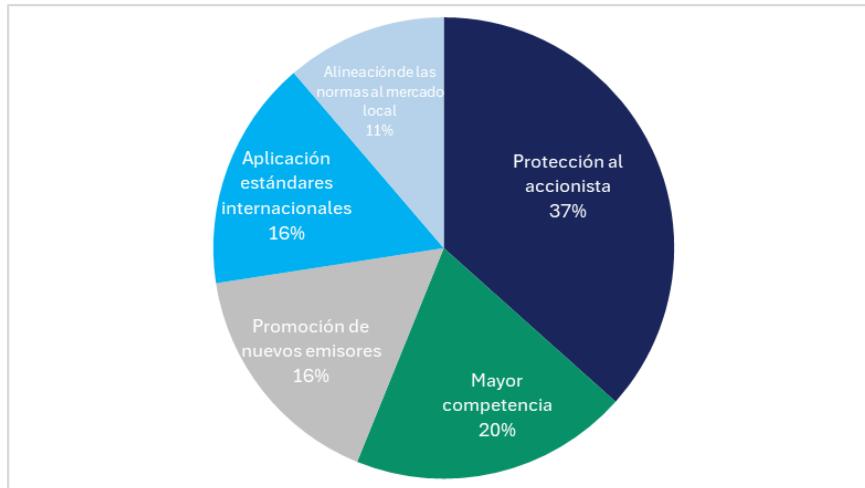
De acuerdo con la segunda sección de la encuesta, la percepción de importancia de los cinco criterios que apuntan directamente a los objetivos perseguidos con la regulación de OPA se estimó de la siguiente forma:

1. Calcular el promedio aritmético de los ponderadores para cada uno de los 5 criterios.
2. El resultado son cinco valores para toda la muestra de encuestados:

$$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$$

Los ponderadores obtenidos resaltan la relevancia de la protección al accionista y la mayor competencia con un peso de 37% y 20%, respectivamente.

Gráfica 6. Ponderación de los criterios





Fuente: Elaboración propia

2.4.5. Ponderación de Calificaciones

Una vez se cuenta con los pesos de los criterios, la calificación de cada una de las alternativas se calcula como se muestra a continuación.

1. Estimar el promedio ponderado para calificar cada una de las 7 alternativas por encuestado. La calificación de cada alternativa se obtuvo así:

$$C_i = \alpha_1 c_{i1} + \alpha_2 c_{i2} + \dots + \alpha_n c_{in} = \sum_{j=1}^n \alpha_j c_{ij}$$

- Las ponderaciones asignadas a cada criterio j corresponden a $\alpha_1, \dots, \alpha_n$
- Las calificaciones otorgadas para cada criterio j para la alternativa regulatoria i son c_{i1}, \dots, c_{in}

El resultado de este paso fue 7 calificaciones de las alternativas por encuestado.

2. Calcular el promedio aritmético de las 7 alternativas para toda la muestra.

2.4.6. Análisis de Resultados

El siguiente cuadro presenta los cuatro aspectos que componen cada alternativa, partiendo del escenario base.

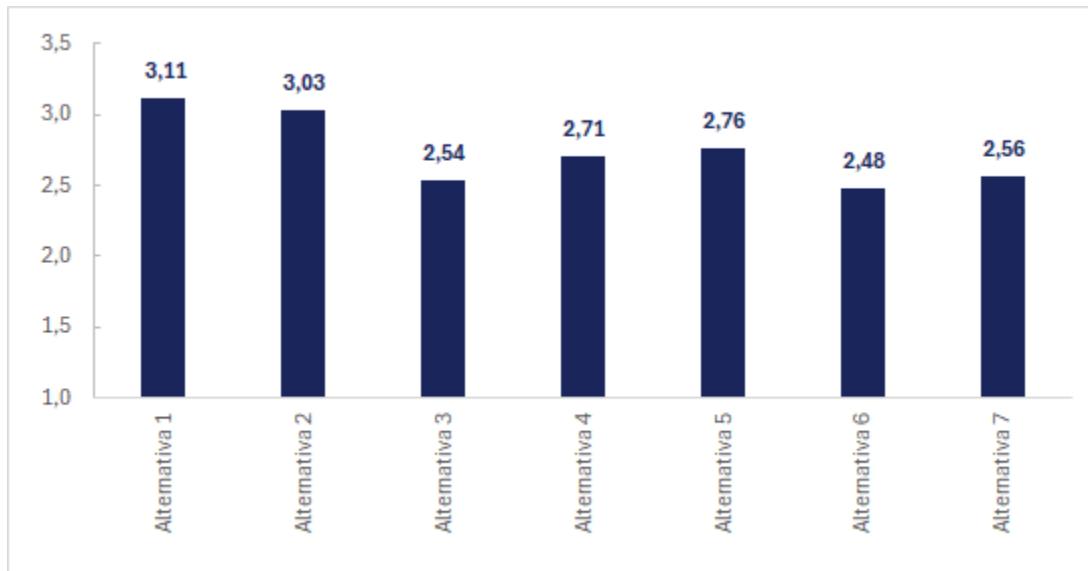
La alternativa 1 fue seleccionada al obtener la calificación más alta (3.11/5.0). Esta alternativa corresponde al escenario base: mantener un régimen de OPA parcial sin contemplar OPA total obligatoria, mantener el umbral para OPA obligatoria (25%), preservar OPA adicional por 5% y el precio base más alto pagado por el oferente en los últimos 3 meses.

Para evaluar la consistencia de los resultados, se realizó un ejercicio alternativo que consistió en agrupar a los encuestados por sectores para garantizar un peso equitativo de cada gremio y evitar que un sector con más encuestados tuviera mayor importancia.

De esta forma, las 26 respuestas a la encuesta se agruparon en 11 categorías: Sociedades Fiduciarias, AFP/ACCAI, Oficinas de abogados, Sociedades Comisionistas de Bolsa, Aseguradoras, Emisores y Bancos. En estos casos, se calculó un promedio

aritmético de las respuestas de las entidades que componen cada sector. Por último, se incluyeron el AMV, la SFC, la URF y la BVC.

Gráfica 7. Calificación de las alternativas



Fuente: Elaboración propia

La siguiente tabla muestra que las ponderaciones por sector son muy similares a las obtenidas previamente al calcular el promedio por encuestado. La única diferencia es que la aplicación de estándares internacionales se vuelve más relevante que la promoción de nuevos emisores.

Tabla 18. Ponderación de los criterios agrupando respuestas por sector

	Tamaño muestra	Criterio 1: Protección al accionista	Criterio 2: Mayor competencia	Criterio 3: Promoción de nuevos emisores	Criterio 4: Aplicación estándares internacionales	Criterio 5: Alineación de las normas al mercado local
Promedio por sector	11	37,8%	19,7%	15,7%	16,2%	10,6%
Promedio por encuestado	26	36,6%	19,5%	16,4%	16,2%	11,3%

Fuente: Elaboración propia.

De igual manera, la calificación de las alternativas para las 11 categorías sugiere que la alternativa 1 es la más deseada por los sectores con un puntaje de 3.11/5.0, seguida por la segunda alternativa (3.03).



Tabla 19. Ponderación de las calificaciones agrupando respuestas por sector

	Tamaño muestra	Alternativa 1	Alternativa 2	Alternativa 3	Alternativa 4	Alternativa 5	Alternativa 6	Alternativa 7
Promedio por sector	11	3,10	2,94	2,53	2,83	2,67	2,34	2,61
Promedio por encuestado	26	3,11	3,03	2,54	2,71	2,76	2,48	2,56

Fuente: Elaboración propia

En conclusión, los resultados de este análisis conllevan a ponderadores similares y a la elección de la misma alternativa sin importar si se usan las 26 encuestas o estas se agrupan en 11 categorías para estimar los ponderadores y las calificaciones.

2.5. Implementación y Monitoreo

Considerando los objetivos de las modificaciones regulatorias que se presentarán en la sección 3 del presente documento, se proponen de manera preliminar los siguientes indicadores para seguimiento bianual.

- a. Número de OPA competitora/Número de OPA totales
- b. Número de conceptos de la junta directiva del emisor objeto de la OPA/Número de OPA totales
- c. Número de mejoras sobre ofertas iniciales/Número de OPA totales
- d. Número de mejoras sobre ofertas iniciales/Número de OPA competitadoras

En todo caso, una vez se produzca la propuesta normativa final, podrían incluirse nuevos indicadores o modificarse los acá presentados.

2.6. Consulta pública

En cumplimiento de los artículos 3º y 8º de la Ley 1437 de 2011 y el Decreto 1081 de 2015 y como producto de la aprobación del consejo directivo de la URF, se pone a consideración del público para sus comentarios la propuesta normativa y el presente documento técnico. No obstante, se resalta que en el proceso de construcción de la propuesta normativa se sostuvieron diferentes reuniones con diferentes actores de la industria y la Superintendencia Financiera de Colombia en



su calidad de supervisor del sector para la identificación de las causas del problema ya mostrado y la identificación de soluciones posibles y se generó el espacio de participación para el desarrollo del procedimiento de Análisis Multicriterio que se describió en la sección 2.4.



3. Propuesta Regulatoria

Partiendo del análisis de alternativas y los resultados que se obtuvieron con el proceso de análisis multicriterio que se presentó en la sección previa, a continuación se desglosan las modificaciones que el proyecto de decreto al que acompaña el presente documento contiene con el fin de contribuir a los objetivos de la regulación en la materia y mitigar las causas del problema que presenta el marco regulatorio vigente según lo expuesto en la sección 2.1.

En concordancia con las bases de la Política de Mejora Normativa y su banco de herramientas²¹ promovidas por el DNP, que busca que las normas sean más sencillas, y fáciles de entender, para la propuesta de este proyecto de decreto se ha desarrollado la actualización del marco normativo vigente en un título autocontenido fomentando la eficiencia y claridad del marco regulatorio. En ese sentido, en términos de estructura todas las normas relativas a las OPA, se consideró necesario modificar en su totalidad el Título 2 del libro 15 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de incorporar a ese mismo título las modificaciones pertinentes de este proyecto normativo.

3.1. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)

Se mantiene en la reorganización de la regulación el esquema de OPA obligatoria total ya que, según las ponderaciones agregadas de las respuestas a la encuesta aplicada, este enfoque equilibra los objetivos de protección a los accionistas y la promoción de emisores, aunque como fue ya discutido en secciones anteriores no está completamente alineado con estándares internacionales.

3.2. Umbrales OPA obligatoria

En línea con mantener el esquema de OPA obligatoria, las respuestas a la encuesta con la que finaliza el proceso de AIN demuestran que entre los participantes hay votación para respaldar mantener el umbral de intención de adquisición del 25% de los instrumentos de capital con derecho a voto como disparador del proceso de OPA obligatoriedad según está dispuesto en el Artículo 6.15.2.2.1 del Decreto 2555 de

²¹ Lineamientos técnicos jurídicos del proceso de producción normativa de la rama ejecutiva del poder público en Colombia.



2010. Así mismo, se mantiene el umbral de la OPA obligatoria ante adquisiciones adicionales por posiciones mayores o iguales al 5%, teniendo en cuenta que el estándar internacional es menor, pero se pondera que el porcentaje atiende de manera más acertada la estructura del mercado local por parte de los agentes de la industria.

3.3. Percepción de información incompleta sobre la OPA

Una vez ponderadas las alternativas para fortalecer la información de la que disponen los accionistas del emisor objeto de la OPA para decidir si aceptar o rechazar los términos de la oferta, se decidió optar por cerrar las brechas que se evidenciaron en la sección 2.3.2.1 respecto a la información que se requiere incluir por el oferente en el cuadernillo de la operación. Lo anterior, toda vez que la alternativa de generar un espacio de participación de los agentes del mercado en la complementación de la información del cuadernillo resultaría en distorsiones frente a sus actividades autorizadas.

Por lo anterior, el proyecto de decreto contempla modificar el contenido mínimo del cuadernillo para incluir:

En la sección sobre identificación de la sociedad afectada y datos del oferente:

- i. En el literal c) se incluye la obligación de revelar las personas que hacen parte del grupo empresarial oferente o las personas subordinadas del mismo, junto con la forma en la que estos participan en la oferta.
- ii. Por su parte, en el literal f) se adiciona la obligación de revelar acuerdos entre el oferente y accionistas o con los beneficiarios reales de los accionistas.
- iii. Se refuerza el literal i) para que se revele el efecto que sobre el desempeño financiero del oferente se prevé que tenga la oferta.
- iv. Se incluye la información de las consecuencias de la operación sobre planes de empleo y condiciones laborales, así como planes sobre la estructura y composición de los órganos de administración en el literal j).
- v. Se adiciona el literal k) la revelación de la información de los métodos de financiación que el oferente usará para la operación, así como la información relacionada con el interés del financiador respecto de la realización de la OPA o su interés en el emisor afecto.



Se resalta que a pesar de que en la sección 2.3.2.1 se evidenciaron brechas de la revelación del cálculo de prima de control, en Colombia no necesariamente las OPA no implican cambio de control en el sentido de la mayoría accionaria, por lo que se considera que el precio de la oferta debe recoger los elementos que respecto a la posición de control se pretende, si aplica. Así pues, en la sección sobre datos de la oferta, se refuerza el numeral v) del literal c) para incluir los datos de la contraprestación de la oferta, adicionando la información de la metodología empleada y los resultados obtenidos, para cumplir con los requisitos del precio de la oferta establecidos en el numeral 1 del artículo 6.15.2.8.1 que está relacionado con el cálculo del precio mínimo para la operación.

3.4. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas

Tal como se señaló en la sección 3.2.3, el resultado de la revisión internacional arrojó que no hay evidencia de la necesidad de implementar un proceso diferencial integral para aquellos casos donde el proceso de negociación entre oferente y emisor objeto de la OPA sea exitoso y se configure un preacuerdo conforme a lo establecido actualmente por la regulación vigente.

No obstante, en concordancia con lo expuesto en el aparte ya mencionado, el proyecto de decreto adiciona el Artículo 6.15.2.10.7 al Decreto 2555 de 2010, según el cual es potestad de la junta directiva del emisor objeto de una OPA o el órgano que cumpla las funciones equivalentes y con autorización de la asamblea de accionistas, emitir un concepto respecto de los términos de la oferta, así como su opinión respecto a la intención de los oferentes y de los accionistas en aceptarla en un término de hasta 20 días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de aceptaciones.

Adicionalmente y con el fin de hacer armónica la posibilidad de existencia de preacuerdos previos entre el emisor y el oferente o entre uno o algunos accionistas, al procedimiento de OPA se propone fortalecer algunos requisitos de procedimiento de libre concurrencia del mercado de manera particular para este tipo de transacciones, así:

- a. Existe libre concurrencia en el mercado incluso cuando existe un preacuerdo entre el oferente y el emisor sobre títulos de capital con derecho a voto.



- b. El preacuerdo, para considerar que no obstaculiza la libre concurrencia, debe ser informado a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Bolsa de Valores de Colombia, por lo menos con un mes de antelación a la realización de la OPA. El informe debe contener toda la información relacionada con la OPA y que pueda afectar la misma, al emisor afecto o sus accionistas, la gobernabilidad del emisor o sus proyectos estratégicos. En ese sentido, el informe debe contener el acuerdo sobre el precio, la cantidad de títulos a adquirir, la financiación y las condiciones de pago.

3.5. Límite de precios de las OPA

Teniendo en cuenta los hallazgos presentados en la sección 3.2.4 respecto a la información histórica de la cantidad de OPA ejecutadas por categoría de bursatilidad, no se considera necesario establecer precios diferenciales para estas operaciones basados en criterios de liquidez, puesto que no hay concentración en la cantidad de operaciones en ninguna de las categorías. No obstante, también se resaltan las limitaciones expuestas en el mismo aparte para determinar las brechas entre el valor de mercado y el intrínseco de los valores participativos de los emisores listados en la BVC, por lo que no es viable presentar la diferenciación de precios consistente con la necesidad manifiesta del mercado.

Una vez ponderadas las alternativas a través del proceso de participación de la industria, se optó por mantener el límite de precio mínimo para la OPA como el mayor que se haya pagado por el oferente en transacciones realizadas con una ventana de 3 meses previos a la OPA.

3.6. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales

Atendiendo al elemento común de la revisión internacional presentado en la sección 3.2.5 de que puedan realizarse múltiples OPA sin la obligatoriedad de igualar precios. No obstante, para evitar la frecuencia en las distorsiones que se han dado en el mercado por las frecuentes OPA sobre ciertos emisores, se introduce a través de un inciso al Artículo 6.15.2.2.1 la disposición de que el oferente o sus beneficiarios reales no podrá presentar una nueva OPA, ya sea obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados, durante un período de 6 meses contados a partir de la fecha de autorización de la OPA.



Finalmente, con base en la revisión de la regulación comparada, se decidió eliminar la obligación de suspender la negociación de la especie objeto de una OPA. Esto porque ningún marco regulatorio lo exige y, además, se considera que dicha suspensión genera más distorsiones en la formación de precios en un mercado de libre concurrencia que los beneficios que aporta frente al anuncio de una oferta de adquisición.

3.7. Acciones del deber de pasividad

En línea con los resultados de la revisión de regulación comparada que se presentó en la sección 3.2.6, el deber de pasividad es prácticamente un estándar internacional que se alinea con las disposiciones que sobre el comportamiento de los administradores se tienen en Colombia y contenidas en la Ley 222 de 1995, por lo que se decidió mantenerlo.

No obstante, el proyecto de decreto busca resolver las interpretaciones que han impedido a los accionistas y sus beneficiarios reales presentar una OPA competitiva frente a la oferta inicial que los afecta. Además, se pretende garantizar que estos puedan ejercer otros mecanismos para buscar interesados en presentar una OPA competitiva.

También, dentro de esta misma línea argumentativa, se busca que la junta directiva, el consejo directivo, o quien haga sus veces del emisor afectado por una OPA, puedan, elaborar un informe detallado sobre la OPA en el que se incluyan sus observaciones a favor o en contra de los términos de la oferta, así como su opinión respecto a la intención de los oferentes y de los accionistas en aceptarla. Este informe, se pretende que sea publicado en cualquier momento desde la autorización de la OPA hasta antes del cierre del periodo de recepción de aceptaciones.

Este mecanismo constituye una herramienta de protección para los accionistas minoritarios, adoptada en diversas jurisdicciones que han incorporado el modelo de OPA obligatoria. Su finalidad principal es garantizar que dichos accionistas cuenten con la información suficiente para comprender adecuadamente los términos, condiciones y consecuencias de la OPA, permitiéndoles así emitir un consentimiento verdaderamente informado al momento de decidir si aceptan o no la oferta. Al fomentar este tipo de transparencia en la información, el mecanismo contribuye a equilibrar las asimetrías de información entre los distintos actores del mercado.



3.8. Procedimiento vigente para las OPA competitadoras y mejoras

Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de la regulación es promover la competencia en las transacciones de OPA y que como resultado de la revisión de regulación comparada presentada en la sección 3.2.7, las disposiciones vigentes respecto de las ofertas competitadoras resulta en restricciones prácticas para estas operaciones, en el proyecto de decreto se revisaron los tiempos de la OPA precedente (obligatoria), de la OPA competitiva y de la posibilidad de sus mejores encontrándose procedente realizar los siguientes cambios en esta materia:

1. Se mantienen los 5 días hábiles para la autorización de la OPA.
2. Una vez autorizada la oferta por la SFC de Colombia, el primer aviso deberá publicarse dentro de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de dicha autorización. El segundo aviso deberá publicarse transcurridos 15 días hábiles desde el inicio del periodo de recepción de aceptaciones y se elimina el tercer aviso.
3. El periodo de recepción de aceptaciones, incluyendo el de las OPA competitadoras, será de 30 días hábiles, con el fin de evitar impactos sobre las garantías. A diferencia de lo previsto en la normativa vigente, este plazo no podrá ser prorrogado a solicitud del oferente, ya que se establece como un periodo fijo e inmodificable, de esta manera dicho periodo no se encuentra al arbitrio del oferente, sino que se encuentra en igualdad de condiciones con posibles oferentes competidores.
4. La presentación de la solicitud de autorización para una OPA competitadora suspende el plazo de recepción de aceptaciones de la oferta pública inicial, hasta tanto la oferta competitadora sea autorizada o rechazada por la SFC, lo cual será informado al mercado por los mecanismos establecidos en el decreto.
5. El primer aviso de la oferta competitadora deberá publicarse a más tardar dentro de los 5 días hábiles siguientes a la autorización otorgada por la SFC. El plazo para la recepción de aceptaciones comenzará a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación de dicho aviso y se mantendrá vigente durante el periodo de recepción de aceptaciones de la oferta precedente.

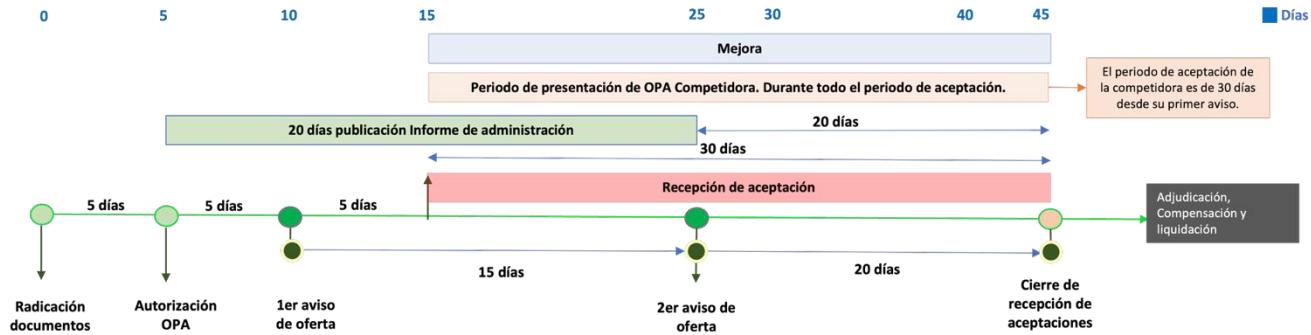


6. Existe un periodo de recepción de aceptaciones propio de la OPA competitora que también es de 30 días y se establece que las aceptaciones realizadas a la OPA precedente y las que sobrevengan durante el plazo restante del periodo de recepción de aceptaciones, una vez autorizada la OPA competitora se entienden realizada respecto de esta última o respecto de las mejoras de haberse realizado.
7. Las mejoras tanto a la oferta inicial como a la oferta competitora podrán realizarse, en cualquier momento del periodo de recepción de aceptaciones siempre que incrementen el precio o el monto a adquirir por al menos 5%, estas no requieren autorización de la SFC y se entienden que modifican el cuadernillo original en lo pertinente. En caso de que una oferta vigente sea mejorada, los destinatarios que ya la hayan aceptado se beneficiarán automáticamente de las nuevas condiciones establecidas en la modificación.

Los ajustes introducidos en el proyecto de decreto representan un avance significativo hacia una mayor claridad, eficiencia y equidad en el proceso de las OPA en Colombia. Al establecer plazos fijos para la recepción de aceptaciones, se busca proteger la estabilidad de las garantías involucradas y brindar mayor certeza a los participantes del mercado. Asimismo, la suspensión automática del periodo de aceptación ante la presentación de una OPA competitora garantiza condiciones equitativas entre oferentes y protege los intereses de los accionistas.

La posibilidad de mejorar las ofertas dentro de un plazo determinado, así como la aplicación automática de dichas mejoras a quienes ya hayan aceptado, refuerza la transparencia y la equidad del proceso generando un sistema de subastas que benefician a los accionistas. Además, la coordinación entre los plazos de publicación de avisos y la autorización por parte de la SFC fortalece el control institucional y la previsibilidad del procedimiento.

Gráfica 8. Línea de tiempo propuesta para las OPA competitivas y mejoras



Fuente: elaboración propia



Bibliografía

- Bebchuk, L.A. (1982). The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension. 35 Stanford Law Review. Vol 23, 33-38
- CONPES 3816. Mejora Normativa: Análisis de Impacto. Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3816.pdf>
- De Cárdenas Smith, C., "Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control", RMV 5/2009, pp. 201.
- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 2420 de 2015 – Decreto Único Reglamentario de las Normas de Contabilidad, de Información Financiera y de Aseguramiento de la Información.
- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (s.f.). En el Reglamento de la Directiva 2004/25/CE sobre ofertas públicas de adquisición. Obtenido del sitio web de la Unión Europea.
- García de Enterría, J. (1999). Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competitivas: Estudios sobre OPAS. Civitas.
- Garrigues (2023). Informe sobre la evaluación del régimen legal colombiano de las ofertas públicas de adquisición de acciones listadas en la bolsa de valores de Colombia (BVC). Emitido a petición de Bolsa de Valores de Colombia S.A.
- Manne, Henry, 1965: Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Melo, Orozco y Parra. Ofertas públicas de adquisición y su efecto sobre las rentabilidades en el mercado accionario: el caso de NUTRESA y SURA en Colombia. Borradores de Economía del Banco de la República, número 1195 de 2022.
- Norma Internacional de Contabilidad 28. Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos. Disponible en: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/html-standards/spanish/2024/issued/ias28.html>.
- Ouimet, P. P. (2013). What motivates minority acquisitions? The trade-offs between a partial equity stake and complete integration. *The Review of Financial Studies*, 26(4), 1021-1047.



- Recalde Castells, A. Régimen jurídico de las OPAs concepto, función económica y principios de la ordenación. Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español / coord, 2010, ISBN 978-84-9876-876-3, págs. 27-58.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Información histórica: Ofertas Públicas de Adquisición en Colombia y participaciones accionarias de emisores listados.
- Takeover Panel. (2022). The City Code on Takeovers and Mergers (as of 4 August 2022) [Legal document]. Panel on Takeovers and Mergers.
- URF 2024. Documento técnico por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las excepciones a la realización de la oferta pública de adquisición.