



Actualización Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición

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

Bogotá – Colombia
Enero 2026

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
mínimo, OPA
sucesiva,
voluntaria,
sobreviniente,
oferta competidora,
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 técnico 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 surtió el proceso de comentarios del público en general entre el 10 y 25 de octubre de 2025, 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 #01 de 2026.



Tabla de contenido

Resumen	2
Listado de acrónimos	5
1. Introducción	6
2. Propuesta Regulatoria	10
I. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)	11
II. Umbrales OPA obligatoria	11
III. Percepción de información incompleta sobre la OPA	11
IV. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas	13
V. Límite de precio mínimo de las OPA	15
VI. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales	16
VII. Acciones del deber de pasividad	16
VIII. Procedimiento vigente para las OPA competidoras y mejoras	17
IX. Efectos de conceptos o autorizaciones adicionales	21
X. Aclaraciones sobre la operatividad de las ofertas públicas de adquisición	22
Principios	23
Acciones preferenciales y privilegiadas	24
OPA Sobreviniente	26
OPA de Cancelación	26
Autorización de las OPA	28
Promoción de la oferta	28
Garantías de la Oferta Pública de Adquisición	29
Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación	29



Procedimiento para la oferta pública de adquisición	29
Obligaciones de la bolsa de valores	30
Consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición	30
Bibliografía	33
Anexo. Análisis de Impacto Normativo	35
1. Identificación del problema	36
2. Objetivos de la regulación	47
3. Identificación de alternativas	48
1.3.1. Mantener las normas actuales	48
1.3.2. Actualización del marco regulatorio vigente de las OPA	49
1.3.2.1. Tipos de OPA obligatoria (parcial vs total)	49
1.3.2.2. Umbrales OPA obligatoria y su relación con posición de control en Colombia	52
1.3.2.3. Percepción de información incompleta sobre la OPA	54
1.3.2.4. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas	59
1.3.2.5. Límite de precio mínimo de la OPA	61
1.3.2.6. OPA sucesiva a precios diferenciales	64
1.3.2.7. Acciones del deber de pasividad	66
1.3.2.8. Procedimiento vigente para las OPA competitivas y mejoras	68
4. Análisis y evaluación de alternativas	70
1.4.1. Selección de Criterios	71
1.4.2. Establecimiento de Alternativas	71
1.4.3. Calificación y Evaluación de Alternativas	74
1.4.4. Ponderación de Criterios	75
1.4.5. Ponderación de Calificaciones	76
1.4.6. Análisis de Resultados	76
5. Implementación y Monitoreo	78
6. Consulta pública	78



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 84 operaciones, de las cuales 26 se hicieron invocando la causal de desliste² o cancelación³, 32 obedecieron a la búsqueda de control⁴ y 23 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

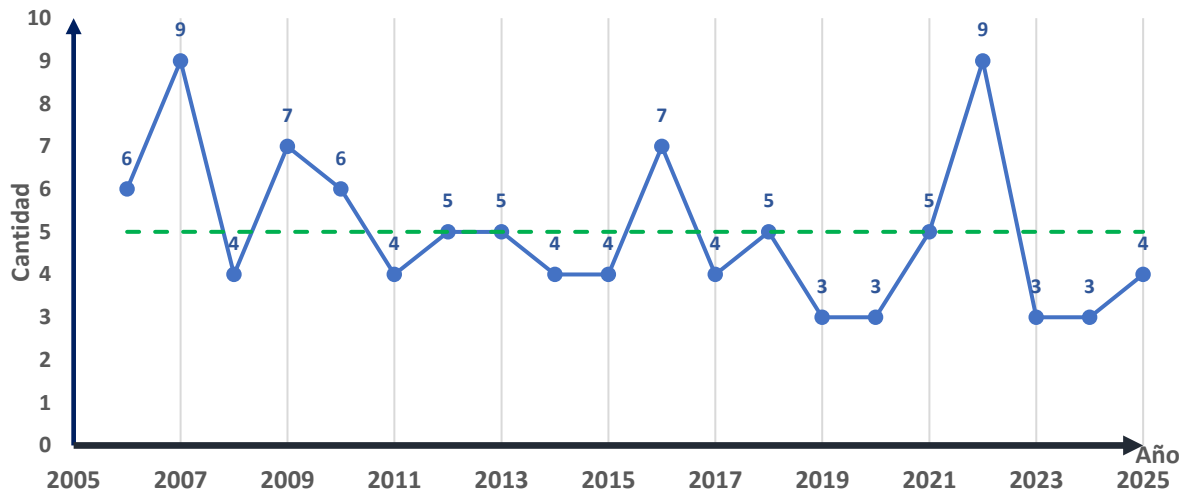
⁴ Según lo definido en el Artículo 260 del Código de Comercio.

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 competidora⁶.

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



Fuente: SFC. Datos hasta noviembre de 2025.

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 el segmento de renta variable evidenciada en la Gráfica 2, particularmente hasta 2023. 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.

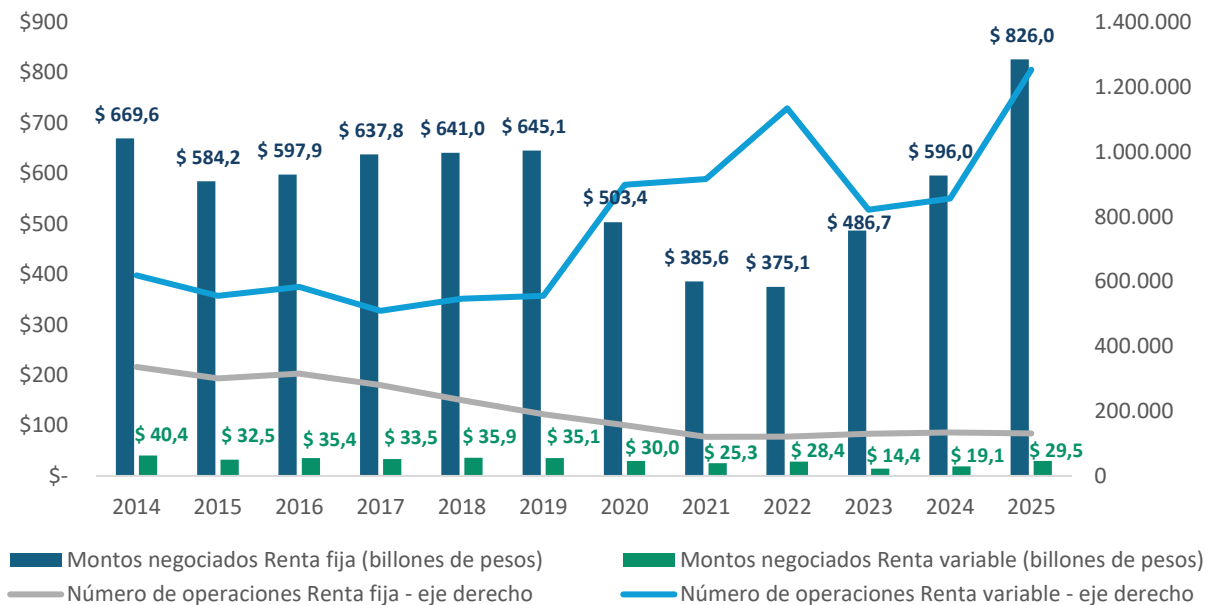
En esta línea, el mercado ha señalado que la regulación vigente sobre OPA presenta algunas brechas frente a estándares internacionales y que evidencian oportunidades no solo sobre la actuación de los órganos de gobierno corporativo del emisor objeto de la adquisición, sino para fortalecer la información 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. Datos hasta noviembre de 2025.

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	202505	
Emisor 1																			293			293				
Emisor 2																										
Emisor 3																										
Emisor 4		1.775			3.124				2.665	2.665	2.834			9.850	9.850											
Emisor 5																										
Emisor 6																										
Emisor 7																										
Emisor 8			1.601	1.601																						
Emisor 9																										
Emisor 10																	31.643	37.256	39.370							
Emisor 11																30.791										
Emisor 12																										
Emisor 13				4.130		4.130		4.130																		
Emisor 14																										
Emisor 15	9.500							9.500		10.500														3.082	5.500	5.500
Emisor 16															5.239			5.239								

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; (viii) plazos y procedimientos para las operaciones competidoras y las mejoras en las ofertas iniciales; (ix) Efectos de conceptos de otras entidades; y, (x) aclaraciones sobre la operatividad de las ofertas públicas de adquisición.

Por lo anterior, las secciones que subsiguen en este documento pretenden mostrar y justificar las alternativas regulatorias que se presentan en el proyecto de decreto al que acompaña este documento, las cuales están fundamentadas en los resultado de la aplicación del Análisis de Impacto Normativo - AIN (Anexo), que a su vez contempló opciones planteadas sustentadas 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 los comentarios pertinentes de la ciudadanía en el proceso de consulta pública.

2. Propuesta Regulatoria

Partiendo del análisis de alternativas y los resultados que se obtuvieron con el proceso de análisis multicriterio que se presenta en el anexo, 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 la metodología de Análisis de Impacto Normativo.

En concordancia con las bases de la Política de Mejora Normativa y su banco de herramientas⁷ promovidas por el DNP, que establece como objetivos la simplificación normativa, precisión, claridad y sencillez de la regulación, para la propuesta de este proyecto de decreto se ha desarrollado la actualización del marco

⁷ Decreto 1609 de 2015.



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 y generar un marco regulatorio de OPA autocontenido.

I. 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.

II. 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 obligatoria según está dispuesto en el Artículo 6.15.2.2.1 del Decreto 2555 de 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.

III. 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 1.3.2.3 del Anexo 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 (Artículo 6.15.2.7.2) para incluir:

En el numeral 1, 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, las personas subordinadas del mismo o que actúen en forma concertada con el oferente en relación con la oferta, junto con la forma en la que estos participan en la oferta en operaciones financieras con estructuras de deuda, capital u otras.
- 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 que tengan el oferente, sus beneficiarios reales o quienes actúen de manera concertada con ellos, 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.

En el numeral 2, de datos de la oferta se modificaron los literales b) y c) para aclarar que el cuadernillo debe incluir el precio de la oferta, la metodología de valoración para la determinación de este precio, la contraprestación y la metodología de cálculo para calcular la equivalencia entre los valores objeto de la oferta pública de adquisición y los valores que conforman la contraprestación. Por último, se incluye en el literal g) el requerimiento de una declaración del oferente en relación a un posible endeudamiento de la sociedad sobre la cual se realiza la oferta, como resultado del proceso de adquisición.

Se resalta que a pesar de que en la sección 1.3.2.3 del Anexo 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.

IV. Falta de desarrollo regulatorio diferencial para operaciones acordadas

Tal como se señaló en la sección 1.3.2.4 del Anexo, 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 competencia del mercado de manera particular para este tipo de transacciones, así:

- a. Existe libre competencia 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 competencia, 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.

Se destaca adicionalmente que, el proyecto de artículo 7.5.1.1.7 mantiene la lógica de la actual regulación de las operaciones preacordadas en el mercado accionario y de bonos convertibles en acciones contenida en el artículo 7.5.1.1.2 de Decreto 2555 de 2010 en el sentido de que no se considera que se obstaculice la libre competencia ni la interferencia de otros participantes cuando se acuerdan previamente los elementos esenciales de una operación, siempre que medie una revelación oportuna y suficiente a la Superintendencia Financiera de Colombia y al mercado.

El proyecto extiende este tratamiento general al ámbito específico de las ofertas públicas de adquisición, lo cual ya se hacía con la norma del 7.5.1.1.2 de Decreto 2555 de 2010, al señalar que no se obstaculiza la libre competencia cuando se preacuerdan los elementos esenciales de una OPA con uno o varios accionistas vendedores, siempre que se informe a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores, por lo menos con un (1) mes de anterioridad a la fecha de adjudicación de la oferta, de todas las condiciones del preacuerdo, enfatizando no solo el precio, la cantidad de títulos y las condiciones de pago y financiamiento, sino cualquier otra condición relevante que pueda afectar la oferta, los accionistas del emisor afectado, las condiciones de gobernabilidad del emisor y sus proyectos estratégicos.

Frente al régimen hoy vigente, el proyecto introduce varios ajustes específicos. En primer lugar, se especializa el ámbito de aplicación pasándose de una regla general para operaciones de renta variable a una regla particular para preacuerdos en OPA, alineada con la práctica internacional y con las características propias de este tipo de ofertas. En segundo lugar, se actualiza el contenido mínimo de la información a revelar privilegiando la descripción de las condiciones que pueden incidir en el control, la gobernanza y la estrategia del emisor, reforzando así la protección de los accionistas minoritarios y del mercado frente a los efectos estructurales de la operación. Finalmente, el proyecto remite de forma general al régimen de información relevante, al indicar que la disposición opera sin perjuicio de las



obligaciones de suministro de información relevante que resulten aplicables de acuerdo con la normativa vigente, esto para garantizar que el mercado conozca oportunamente los preacuerdos celebrados en el contexto de una OPA.

En términos generales, la propuesta no deroga ni vacía de contenido la regla general de libre competencia del artículo 7.5.1.1.2, que seguiría aplicando a operaciones sobre acciones y bonos obligatoriamente convertibles incluso en el evento de OPA, pero introduce un régimen especial para preacuerdos en este tipo de ofertas que reconoce su legitimidad bajo condiciones reforzadas de transparencia hacia la autoridad, la bolsa y el mercado, ajustando el estándar de revelación a las particularidades de este tipo de operaciones de toma de control.

Por último, la disposición relativa a los preacuerdos en el marco de una oferta pública de adquisición se fundamenta en el régimen especial del mercado de valores, en el cual el principio de transparencia y el deber de suministro oportuno de información constituyen elementos esenciales para la adecuada formación de precios y la protección de los inversionistas. En este contexto, los acuerdos previos a la formulación de una oferta pueden tener incidencia directa en las condiciones de la operación y en la toma de decisiones de los accionistas, razón por la cual resulta necesario que su existencia y contenido sean revelados a la autoridad de supervisión y al mercado.

En este sentido, la regla no pretende regular ni sustituir el régimen general de protección de la libre competencia económica ni las competencias asignadas a las autoridades encargadas de su aplicación. Su alcance se circunscribe al ámbito propio del mercado de valores y se orienta a asegurar el cumplimiento de los deberes de transparencia y de integridad del mercado que rigen las ofertas públicas de adquisición. En ese sentido, la disposición permite verificar que los acuerdos previos no contengan estipulaciones que contraríen las reglas aplicables a estas operaciones ni que afecten la posibilidad de que otros interesados formulen ofertas competidoras en condiciones equitativas.

V. Límite de precio mínimo de las OPA

Teniendo en cuenta los hallazgos presentados en la sección 1.3.2.4.5 del Anexo 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.

Por otra parte, frente al requisitos del precio mínimo consistente en las adquisiciones realizadas por el oferente antes de la OPA, y teniendo en cuenta que la revisión de regulación comparada que se usó para la determinación de las alternativas para este punto permite identificar que la ventana del precio mínimo se acerca al periodo de congelamiento entre ofertas públicas de adquisición, el proyecto de decreto contempla la modificación del plazo a seis meses.

VI. Posibilidad de OPA sucesiva a precios diferenciales

Atendiendo al elemento común de la revisión internacional presentado en la sección 1.3.2.6 del Anexo 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 del último inciso de los artículos 6.15.2.2.1 (OPA obligatoria) y 6.15.2.3.1 (OPA voluntaria); la disposición de que el oferente o sus beneficiarios reales o quienes tengan un acuerdo entre ellos, no podrán presentar una nueva OPA, ya sea obligatoria o voluntaria, sobreviniente o competidora sobre los valores afectados, durante un período de 9 meses contados a partir la fecha en que la bolsa de valores informe a la Superintendencia Financiera de Colombia el resultado de la oferta.

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.

VII. Acciones del deber de pasividad

En línea con los resultados de la revisión de regulación comparada que se presentó en la sección 1.3.2.7 del Anexo, 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.

El proyecto de decreto busca resolver las interpretaciones que han impedido a los accionistas y sus beneficiarios reales presentar una OPA competidora 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 competidora o una mejora en las operaciones vigentes y se hace expreso que las alternativas presentadas anteriormente no obstaculizan las acciones o derechos que legalmente tengan los accionistas del emisor afectado de conformidad con su régimen legal aplicable.

También, dentro de esta misma línea argumentativa y a través de la modificación del Artículo 6.15.2.10.7, se busca que la junta directiva, el consejo directivo, o quien haga sus veces del emisor afectado por una OPA, puedan, elaborar o contratar la elaboración de un informe detallado sobre la OPA (ya sea obligatoria, voluntaria o competidora) 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. Se requiere que el informe sea publicado en cualquier momento desde la autorización de la OPA y hasta cinco días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de aceptaciones y se aclara que su costo debe ser asumido por el emisor objeto de la oferta.

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. Por lo anterior, también hace parte de las excepciones contempladas en el Parágrafo del Artículo 6.15.2.10.4.

VIII. Procedimiento vigente para las OPA competidoras 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 1.3.2.8 del Anexo, las disposiciones vigentes respecto de las ofertas competidoras 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 mejoras encontrándose precedente realizar los siguientes cambios en esta materia a través del Artículo 6.15.2.5.1:

1. Con el objetivo de promover el número de ofertas competidoras, se modifica el plazo en el cual se puede presentar una oferta competidora así: desde el día siguiente a la publicación del primer aviso de la oferta precedente y hasta dos días antes de finalizar la etapa de recepción de aceptaciones de la oferta pública de adquisición precedente.
2. Se prohíbe que el oferente de la OPA competidora tenga directa o indirectamente, la condición de beneficiario real del oferente de la OPA precedente ni haber actuado de manera acordada con dicho beneficiario real respecto de la adquisición de los valores objeto de la oferta, la financiación de dicha adquisición o cualquier otra actuación relacionada con la oferta pública de adquisición.
3. Se mantienen los 5 días hábiles para la autorización de la OPA competidora y se establece que podrá solicitarse desde el día siguiente a la publicación del primer aviso de la oferta precedente.
4. 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.
5. El periodo de recepción de aceptaciones, incluyendo el de las OPA competidoras, 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.

6. La presentación de la solicitud de autorización para una OPA competidora suspende el plazo de recepción de aceptaciones de la oferta pública inicial desde el día hábil siguiente a su presentación, hasta tanto la oferta competidora sea autorizada o rechazada por la SFC, lo cual será informado al mercado por los mecanismos establecidos en el decreto. En todo caso se aclara que la suspensión del período de recepción de aceptaciones, así como su reanudación, deberá ser informada por la bolsa de valores en las secciones económicas de un diario de circulación nacional, ya sea impreso o electrónico.
7. El primer aviso de la oferta competidora 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.
8. Existe un periodo de recepción de aceptaciones propio de la OPA competidora 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 competidora se entienden realizada respecto de esta última o respecto de las mejoras de haberse realizado.
9. La propuesta introduce un criterio objetivo de “mejora” para las ofertas competidoras en procesos de OPA, al disponer que la oferta competidora deberá ser mejor que la precedente cuando: (i) el precio de la contraprestación ofrecida sea superior en, al menos, tres por ciento (3%) frente al de la oferta precedente; (ii) el número de valores a adquirir sea superior en, al menos, tres por ciento (3%) respecto del de la oferta precedente; o (iii) manteniéndose iguales el precio y el número total de valores ofrecidos, el umbral mínimo de aceptaciones (condición de mínimo de valores) sea inferior al de la oferta precedente.
10. Las mejoras tanto a la oferta inicial como a la oferta competidora podrán realizarse, en cualquier momento del periodo de recepción de aceptaciones



siempre que incrementen el precio o el monto a adquirir, 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.

11. Se especifica como aclaración que es la Superintendencia Financiera de Colombia la encargada de informar a la bolsa de valores en la que se encuentran listados los valores objeto de la oferta pública de adquisición sobre: i) la recepción de la solicitud de oferta pública de adquisición competidora para efectos de que se informe al mercado la suspensión y reanudación del periodo de recepción de aceptaciones, y ii) la autorización o el rechazo de una oferta competidora, para efectos de la suspensión y reanudación del periodo de aceptaciones.
12. De la misma forma, se hace expreso que, si la oferta competidora es autorizada, el plazo de recepción de aceptaciones de la oferta precedente se entenderá finalizado y solo será reanudado en caso de: i) que el oferente precedente presente una mejora a su oferta y a la competidora, o ii) que la oferta competidora no sea autorizada. Se aclara igualmente que si la oferta competidora es rechazada, el plazo de recepción de la oferta precedente que había sido suspendido se reanudará en los términos inicialmente establecidos y que durante el período de suspensión no se recibirán aceptaciones de ninguna clase respecto de la oferta precedente.
13. Se hace expreso que la mejora establecida en el Artículo 6.15.2.7.5 se puede presentar hasta dos días hábiles antes de la publicación del aviso que se hace respecto de las nuevas condiciones de la oferta.

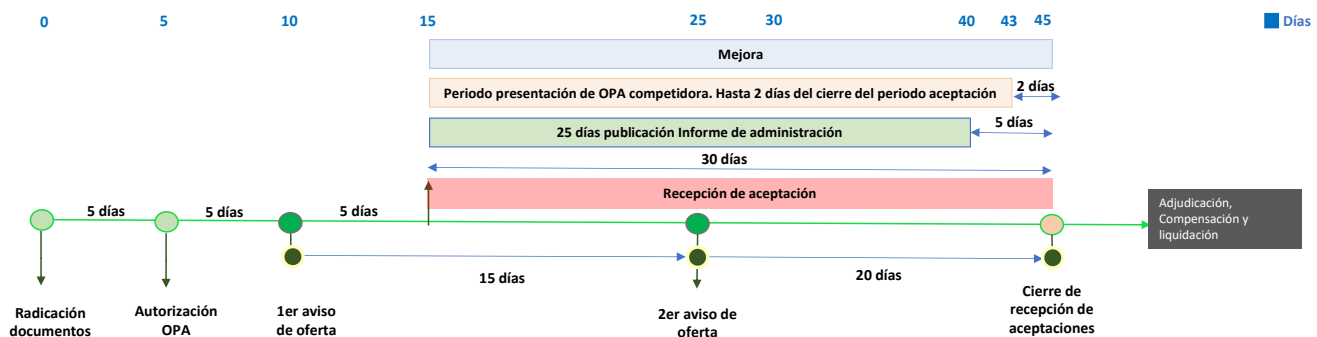
Los ajustes introducidos en el proyecto de decreto representan un avance significativo hacia una mayor claridad, eficiencia y equidad en el proceso de las OPA en Colombia. Al establecer plazos fijos para la recepción de aceptaciones, se busca proteger la estabilidad de las garantías involucradas y brindar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



Con la adopción de criterios objetivos de mejora para las ofertas competidoras en procesos de OPA, se fortalece la libre competencia y la competencia efectiva. En particular, se evita que las mejoras sean meramente nominales y se incorporan métricas verificables que facilitan la evaluación por parte de la Superintendencia Financiera y del mercado. Todo ello sin reproducir los costos asociados al esquema vigente, que exige una mejora mínima del 5%. En consecuencia, la modificación esperaría reducir el costo de estructurar y presentar OPAs competidoras, lo cual puede traducirse en un mayor número de ofertas de esta naturaleza.

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

IX. Efectos de conceptos o autorizaciones adicionales

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 la SIC sobre los efectos de la transacción en la libre competencia del mercado relevante, 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.

Teniendo en consideración lo anterior, 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 riesgos legales bajo el entendido que la OPA, de conformidad con el marco regulatorio aplicable, es irrevocable y surte sus efectos con la autorización, compensación y liquidación de las acotaciones.

Por lo anterior, se propone la inclusión del numeral 5 al Artículo 6.15.2.7.1 del Decreto 2555 de 2010 para establecer que el trámite de autorización de la SFC respecto de la OPA depende de si las autoridades competentes emiten concepto favorable antes de la radicación o en el periodo de su estudio.

X. Aclaraciones sobre la operatividad de las ofertas públicas de adquisición



Principios

- Principio de irrevocabilidad

En línea con estándares internacionales y con el marco regulatorio en Colombia, el decreto mantiene en el numeral 1 del artículo 6.15.2.1.1 el principio de irrevocabilidad como uno de los principios rectores de las ofertas públicas de adquisición. En ese sentido, y por la naturaleza de los principios, la interpretación y la aplicación de las normas del Título 2, que modifica el decreto, debe ser a la luz de este principio de irrevocabilidad.

Este principio está reconocido desde el artículo 846 del Código de Comercio, en donde se establece que la oferta, por su naturaleza es irrevocable y en ese sentido el oferente no podrá retractarse de lo ofertado. Adicionalmente, el decreto no establece el tiempo en el que entra a entenderse como irrevocable una oferta, bajo el entendido que el Código de Comercio, establece que el principio de irrevocabilidad de la oferta aplica una vez ésta sea comunicada.

Adicionalmente, el decreto establece que las ofertas no son revocables salvo las excepciones legales establecidas en el mismo decreto. Esta disposición se incluye teniendo en cuenta que el articulado del decreto permite, por ejemplo, mejorar la oferta, y en ese sentido es necesario tener la disposición que determine que, ante una mejora, el oferente no viola el principio de irrevocabilidad.

En fortalecimiento de este principio, se establece en el decreto que la oferta pública de adquisición, para su autorización, debe contar con los conceptos de autoridades administrativas con funciones de vigilancia y control, como las superintendencias, según aplique. En ese sentido, la solicitud de autorización de una operación debe estar acompañada de la autorización de la autoridad administrativa o el concepto que sea emitido respecto de la oferta. Esto, con el fin de evitar situaciones en las que la oferta haya sido autorizada por la Superintendencia financiera de Colombia y aún no se haya obtenido autorización o concepto necesario de una autoridad, por ejemplo, de la SIC como se expuso en la sección IX.

- Principio de libre competencia y competencia



Teniendo en cuenta que el marco normativo propuesto en el decreto contempla las mejoras de la oferta pública de adquisición, así como las ofertas competidoras, se incluye en el decreto el principio de libre concurrencia y competencia. Este principio promueve que la OPA refleje las mejores condiciones para el emisor afecto en la operación y sus accionistas. Esto, permitiendo que el mismo oferente mejore la oferta inicialmente propuesta o incluso que terceros diferentes al oferente inicial puedan participar en el proceso, lanzando una oferta competidora en donde se aumente el precio y el número de valores de la oferta precedente.

Acciones preferenciales y privilegiadas

En el proceso de comentarios del público se llamó la atención sobre las consecuencias que pueden tener las OPA sobre los derechos y el bienestar de los tenedores de instrumentos de capital sin derecho a voto. Al respecto, vale la pena mencionar que si bien estas operaciones tienen por objeto adquirir posiciones de influencia en el emisor objeto de esta y eso solo se logra a partir de la posibilidad de ejercer los derechos políticos que en el régimen colombiano se dan con la tenencia de títulos que otorguen el derecho a voto. No obstante, se reconoce que una vez adquiridas las posiciones de influencia que se persiguen con la OPA, los derechos económicos diferenciales que tienen las acciones preferenciales o privilegiadas se pueden ver afectados y en razón de lo anterior, se hacen las siguientes consideraciones.

En el régimen de oferta pública de adquisición obligatoria, la obligación de lanzar una oferta está diseñada para posiciones que generan cambio de control en el emisor afecto. Este cambio de control se da por la adquisición de capital con derecho a voto, esto es acciones en circulación con derecho a voto, convertibles en acciones con derecho a voto o títulos representativos de acciones con derecho a voto. Las acciones preferenciales o privilegiadas no tienen derecho, de conformidad con lo establecido en el artículo 63 de la Ley 222 de 1995, y en ese sentido, no suman en la adquisición de posiciones de control en emisores afectados. Es por esto, que en la regulación vigente, las acciones preferenciales no son objeto de una oferta pública de adquisición obligatoria.

Bajo ese entendido, y teniendo en cuenta que la regulación busca armonizar las modificaciones con el marco regulatorio del derecho societario vigente, a través del proyecto de decreto, en su artículo 6.15.2.3.1 sobre oferta pública de adquisición voluntaria, se establece la posibilidad de realizar una oferta voluntaria para la



adquisición de acciones preferenciales o privilegiadas, es decir sobre aquellas que en virtud del artículo 381 del Código de Comercio, son representativas de capital y tienen privilegios de tipo económico, como la preferencia para su reembolso en caso de liquidación.

La propuesta incluida en este sentido está alineada con la revisión de regulación comparada que permite evidenciar que el marco regulatorio de Reino Unido⁸ y el Chileno⁹ para las ofertas públicas de adquisición voluntarias el oferente tiene libertad para elegir el tipo de instrumentos sobre los cuales se pretende hacer la OPA voluntaria.

Ante este tipo de oferta, al oferente, a sus beneficiarios reales o a quienes actúan de manera concertada, les aplica el periodo de enfriamiento (*cool off period*) de 9 meses. Es decir que no pueden volver a hacer una oferta al mismo emisor por un periodo de 9 meses, contados desde el momento en el que la bolsa de valores informa a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el resultado de la oferta.

De otro lado, en aras de implementar un mecanismo de protección y posible salida a los tenedores de acciones preferenciales o privilegiadas, se modifica el Artículo 6.15.2.10.5 para establecer que el derecho de exigir al oferente la adquisición de los instrumentos que con o sin derecho a voto resulten restantes después de que un oferente hubiere adquirido más del 90% de los títulos con derecho a voto en un proceso de OPA. En el artículo se aclara que la adquisición de las acciones restantes debe hacerse en un periodo máximo de tres meses después de la OPA que hubiese dado lugar al 90% y se establece que el precio a pagar en esa operación por las acciones ordinarias debe ser el mismo de la OPA inicial y por las preferenciales un precio que tenga en consideración su naturaleza.

La propuesta atiende las disposiciones que en otras jurisdicciones se tienen para casos similares, incluso teniendo en cuenta que la OPA obligatoria puede ser parcial como en el caso de Perú. Según la regulación vigente, se incluyen como destinatarios de la oferta pública de adquisición los tenedores de acciones de inversión (acciones sin derecho a voto)¹⁰ y cuando "existan diversas clases de acciones u otros valores que otorguen derechos similares a las acciones objeto de la oferta, el precio que se ofrezca por cada una de ellas deberá guardar una relación

⁸ Rule 14. The City Code on Takeovers and Mergers

⁹ Artículo 200 de la Ley N° 18.045 (Ley de Mercado de Valores)

¹⁰ Artículo 9. Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10



de proporcionalidad con el precio ofrecido por las acciones con derecho a voto, de acuerdo con los criterios que establezca la entidad valorizadora o la normativa vigente”¹¹.

OPA Sobreviniente

De conformidad con los escenarios bajo los cuales se debe llevar a cabo una oferta pública de adquisición sobreviniente, en el texto del decreto en el Artículo 6.15.2.4.1, se amplían los eventos corporativos con los que se configura la obligatoriedad para lanzar la OPA, teniendo en cuenta la escisión de forma concreta y abriendo la posibilidad a cualquier otro proceso de reorganización empresarial.

El beneficiario real del evento corporativo que da lugar a la obligación de lanzar una OPA sobreviniente, debe hacer la oferta dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de perfeccionamiento de la fusión, adquisición, escisión o cualquier otro proceso de reorganización empresarial. Durante este tiempo, tal como establece el parágrafo el artículo, el beneficiario real no puede ejercer los derechos políticos asociados a la porción accionaria que exceda los porcentajes que obligan a realizar una oferta pública de adquisición obligatoria, hasta tanto no enajene la participación que excede el umbral mediante el procedimiento de oferta pública previsto para el efecto.

Una vez formulada una OPA sobreviniente, el oferente, sus beneficiarios reales o quienes tengan un acuerdo para ejecutar un proceso de reorganización empresarial, quedan limitados en la formulación de otra OPA, independientemente de si es obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados por un término de 9 meses, haciendo extensivo el periodo de enfriamiento (*cool off period*). Lo anterior, contado desde el momento en el que la bolsa de valores informa a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el resultado de la oferta.

OPA de Cancelación

Se aclara a través del parágrafo 2 del Artículo 6.15.2.6.1 que el régimen aplicable para la oferta pública de adquisición para la cancelación es el general de OPA obligatoria es el, para los casos en donde deba adelantarse dicha oferta por el incumplimiento de los requisitos de listado previstos en los reglamentos de las bolsas de valores o de los sistemas de negociación.

¹¹ Artículo 13. *Ibidem*



Adicionalmente, se establece de forma expresa en el parágrafo 4 del mismo artículo, referente a la oferta pública de adquisición para la cancelación, que las acciones de los accionistas que no asistieron a la asamblea de accionistas o votaron en contra de la cancelación, en caso de ser enajenadas después de tomada la decisión de cancelar la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, y en la bolsa de valores, no transfieren el derecho a participar en la OPA para cancelación.

Mediante el artículo 6.15.2.6.2, relativo a la publicidad de la intención de cancelación de la inscripción de las acciones inscritas en bolsa, se establece que la sociedad que pretenda cancelar la inscripción de sus acciones, debe informarlo mediante un aviso destacado en la sección económica de 2 diarios, que pueden ser impresos o electrónicos. Actualización que reconoce la digitalización de los diarios informativos del país y la importancia de contar con la posibilidad de publicar la intención de cancelación por medios de uso actual.

Por último, es del caso señalar que La obligación de formular una oferta pública de adquisición para la cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en bolsa de valores constituye un mecanismo de protección a los accionistas ausentes o disidentes frente a decisiones societarias que implican la salida de la sociedad del mercado público de valores.

En este contexto, la exigencia de promover la oferta dentro de un plazo determinado se fundamenta en el régimen especial del mercado de valores previsto en la Ley 964 de 2005, el cual faculta al Gobierno Nacional para regular las condiciones y el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición con el fin de garantizar la protección de los inversionistas, la transparencia del mercado y la igualdad de trato entre los accionistas.

La consecuencia jurídica prevista en la norma, consistente en que la decisión de cancelación quede sin efecto cuando no se formule la oferta pública de adquisición dentro del término establecido, no constituye una sanción ni implica la modificación de las reglas del Código de Comercio sobre ineficacia de los actos jurídicos. Se trata de una condición propia del régimen especial aplicable a las sociedades inscritas en el mercado de valores, mediante la cual se asegura que la decisión de cancelar la inscripción solo produzca efectos cuando se garantice a los accionistas minoritarios la posibilidad efectiva de enajenar sus acciones en condiciones equitativas a través del mecanismo de oferta pública.



De esta manera, la regla prevista en el decreto tiene como finalidad asegurar la efectividad del mecanismo de protección a los inversionistas que representa la oferta pública de adquisición para la cancelación.

Autorización de las OPA

Como fue expuesto en la sección IX del presente documento se incluye el numeral 5 al Artículo 6.15.2.7.1 para establecer que el oferente ahora puede presentar la solicitud de autorización para la oferta pública de adquisición incluso sin contar aún con la autorización o el concepto de la autoridad administrativa competente. La disposición incluida contempla que todas las autorizaciones o conceptos de las autoridades administrativas competentes que se requieran con ocasión de la OPA deberán ser allegadas por el oferente a la SFC a más tardar a la fecha de la adjudicación de la oferta. .

Adicionalmente, con el fin de fortalecer y profundizar la información disponible sobre el oferente y la oferta, se introduce a través del numeral 7 del artículo de autorización la obligación de que el oferente debe declarar de manera explícita, bajo juramento, que no conforma un mismo beneficiario real ni tiene vínculos de control, coordinación o actuación conjunta con ninguna persona o entidad que haya presentado una OPA sobre el mismo emisor o beneficiario real en los nueve meses previos al lanzamiento de la nueva oferta.

Promoción de la oferta

En aras de promover la transparencia en la información que se entrega al mercado respecto de las ofertas públicas de adquisición, se modifica el Artículo 6.15.2.7.3 para precisar que toda la información utilizada en la promoción de la oferta sea objetiva, veraz, completa y oportuna, a fin de prevenir mensajes que puedan inducir a error o generar asimetrías de información entre los inversionistas. Además, la información que se comparta con el público debe limitarse únicamente al contenido del cuadernillo de oferta y a los avisos de oferta aprobados por la SFC, reflejando con precisión las condiciones reales de la operación.

Por lo tanto, la propuesta de modificación busca aclarar que la información publicada debe coincidir con lo indicado en el cuadernillo. La información requerida y que se adiciona proviene de situaciones fácticas que han ocurrido en el mercado colombiano.



Garantías de la Oferta Pública de Adquisición

Teniendo en cuenta el funcionamiento del mercado colombiano y en aras de ampliar las garantías aceptables y acreditables por el oferente de forma previa a la formulación de la oferta, en el numeral 2 del Artículo 6.15.2.8.4, se establece la posibilidad de hacer uso de cartas de crédito emitidas por bancos locales con calificación AA+ o AAA, o por entidades financieras internacionales que cuenten con una calificación igual o superior a la de la deuda soberana de Colombia.

De igual forma, se establece que oferente puede acreditar la constitución de la garantía con una póliza de seguro emitida por una compañía internacional.

Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación

Actualmente, el Artículo 6.15.2.9.1 del Decreto 2555 de 2010 establece que el oferente debe publicar el aviso de oferta pública de adquisición tres veces, de manera destacada en las páginas económicas de un diario impreso o en línea de amplio alcance nacional. La segunda publicación del aviso debía realizarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el cierre del periodo de aceptación.

En aras de racionalizar los trámites y teniendo en cuenta que los boletines de la bolsa de valores y la información relevante tienen suficiente divulgación en el mercado, se estima conveniente limitar el número de boletines a dos. Se requiere que ambos avisos se hagan por escrito o en formato digital. Además, el segundo aviso de la oferta debe publicarse como información relevante por el emisor de las acciones en la oferta, como máximo al día hábil siguiente a su publicación en el diario de circulación nacional.

Procedimiento para la oferta pública de adquisición

El artículo 6.15.2.10.1 del Decreto 2555 de 2010 indica actualmente que, si la cantidad de valores aceptados en la OPA supera los valores ofrecidos para comprar, el oferente debe adquirirlos a prorrata entre los aceptantes. Además, las aceptaciones no podían estar sujetas a ninguna condición, salvo que los valores se enajenaran bajo la modalidad "Todo o Nada".



Reconociendo las dificultades operativas que tiene el mecanismo del prorrateo con las condiciones de las aceptaciones como “Todo o Nada” cuando el número de acciones a adquirir no se acompasa con las aceptaciones, se propone en el proyecto de decreto que las bolsas de valores establezcan estas características operativas en sus reglamentos de tal forma que estas sean dinámicas y permitan sortear situaciones especiales propias de estas operaciones.

Obligaciones de la bolsa de valores

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 6.15.2.10.2, el reglamento de la bolsa de valores deberá establecer el procedimiento aplicable para la modificación de las instrucciones de aceptación, siempre que dicha modificación se produzca dentro del período de recepción de aceptaciones. Lo anterior resulta coherente con el hecho de que el concepto de la junta o del consejo directivo puede emitirse hasta cinco días antes de la finalización de dicho período, circunstancia que puede incidir de manera relevante en la decisión de los accionistas de aceptar o no la oferta pública. En consecuencia, se hace necesario que, una vez emitido dicho concepto, los accionistas que hubieren aceptado con anterioridad cuenten con la posibilidad de retractarse de su aceptación.

Dicha retractación es posible en la medida en que, durante el periodo de aceptación, aún no se han emitido las órdenes de transferencia que darían finalidad a la operación.

Además, la bolsa de valores podrá suspender en cualquier momento la oferta si ocurren circunstancias especiales que puedan afectar de manera significativa la calidad o cantidad de las garantías, y si esta situación no se soluciona en los plazos establecidos por la bolsa. Al igual que el procedimiento para la OPA, estas modificaciones le brindan suficiente dinamismo a la operación para ser maleable ante diversas situaciones.

Consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición

En virtud del artículo 49 de la Ley 964 de 2005, la Superintendencia Financiera de Colombia tiene la facultad de imponer sanciones a quienes violen las normas que rigen el mercado de valores, de conformidad con las infracciones que dan lugar a sanción en el artículo 50 de la misma ley. Dentro de las infracciones, el numeral k) de manera general establece como una infracción al mercado de valores realizar



una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran.

En ese sentido, cualquier incumplimiento a las disposiciones del decreto que regula la oferta pública de adquisición, podrá ser objeto de sanción por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las sanciones, bajo la observancia de los principios y criterios para su imposición y graduación, podrán corresponder a amonestaciones, multas, suspensión, inhabilitación o remoción para realizar funciones de administración, suspensión o cancelación de inscripción en registros, entre otras, previstas en el artículo 53 de la Ley 964 de 2005.

En el artículo 6.15.2.10.8 del decreto se propone una redacción en donde se refuerzan los incumplimientos y sanciones en el caso específico del régimen de ofertas públicas de adquisición y especialmente ante la obligación de realizar una oferta, en donde se proponen sanciones aplicables por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Lo anterior, considerando que, en virtud de las facultades de la Superintendencia Financiera de Colombia, expuestas anteriormente y que emanan directamente de la Ley 964 de 2005, las facultades, infracciones o incumplimientos, así como las sanciones, son amplios y suficientes.

Finalmente, es de resaltar que la consecuencia prevista en el artículo 6.15.2.10.8 frente al incumplimiento de las obligaciones relativas a las Opas no introduce una nueva categoría sancionatoria ni establece faltas administrativas autónomas. La disposición desarrolla el marco legal previsto en el artículo 50 de la Ley 964 de 2005, el cual establece como una infracción al mercado de valores realizar una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran.

En este contexto, la suspensión de los derechos políticos y económicos asociados a las acciones adquiridas en contravención del régimen de OPA constituye un mecanismo instrumental destinado a impedir que un adquirente consolide los efectos del control societario sin haber otorgado previamente a los demás accionistas la posibilidad de participar en la oferta en condiciones de igualdad.

Desde esta perspectiva, la medida no implica una limitación autónoma al derecho de propiedad ni una sanción en sentido estricto, sino una consecuencia jurídica derivada del incumplimiento de una obligación legal propia del régimen especial del



mercado de valores, por cuanto a que la suspensión recae exclusivamente sobre las acciones adquiridas en exceso de los umbrales relevantes, tiene carácter temporal y cesa una vez se restablezca la situación jurídica mediante la retroacción de los efectos del negocio o el cumplimiento del régimen aplicable.



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 competidoras: 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.



Anexo. 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”¹² 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 2018¹³, 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).”¹⁴

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

¹² Pág 10. CONPES 3816. MEJORA NORMATIVA: ANÁLISIS DE IMPACTO. Disponible en: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/3816.pdf>

¹³ 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>

¹⁴ 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.”¹⁵

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”¹⁶ 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

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

¹⁵Pág 25. *Ibídem*

¹⁶Pág 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 Normativo¹⁷ 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:

¹⁷ 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 prorrateo 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 OPA¹⁸. 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

¹⁸ 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 materia¹⁹.

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

¹⁹ 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 competidoras 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 competidora, 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 competidoras, 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 competidora 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 competidoras 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



competidoras²⁰, la mejora de las ofertas²¹ y tiene disposiciones para la concurrencia de estas²², también llama la atención sobre el hecho de que en la práctica los tiempos establecidos para las ofertas competidoras, 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 competidora 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.

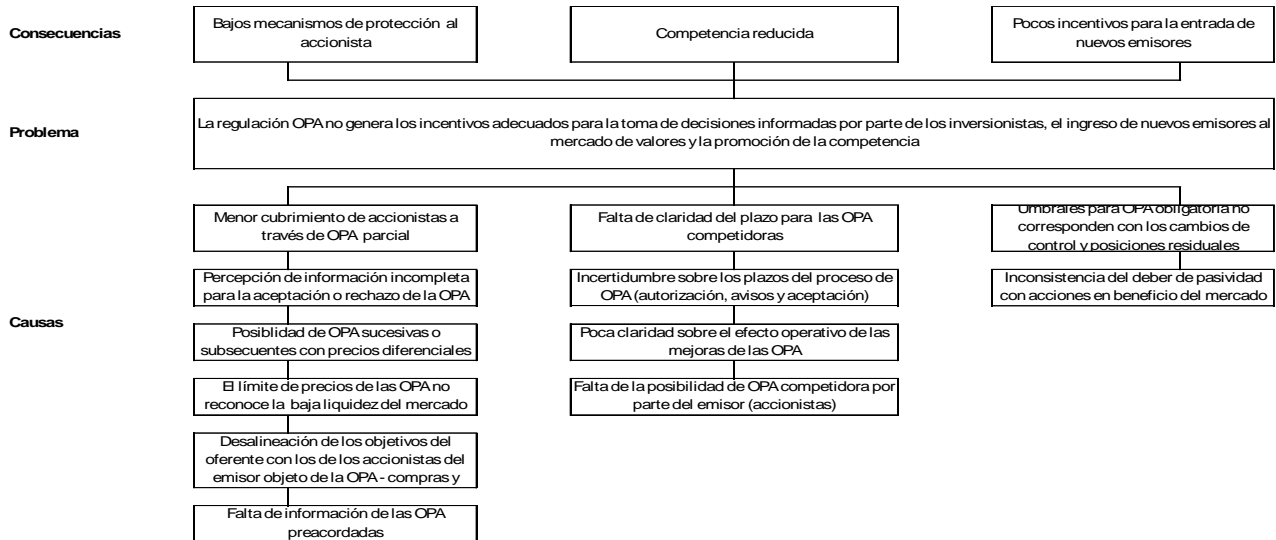
²⁰ Artículo 6.15.2.1.14 del Decreto 2555 de 2010

²¹ Artículo 6.15.2.1.16. Ibídem

²² Artículo 6.15.2.1.15. Ibídem



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



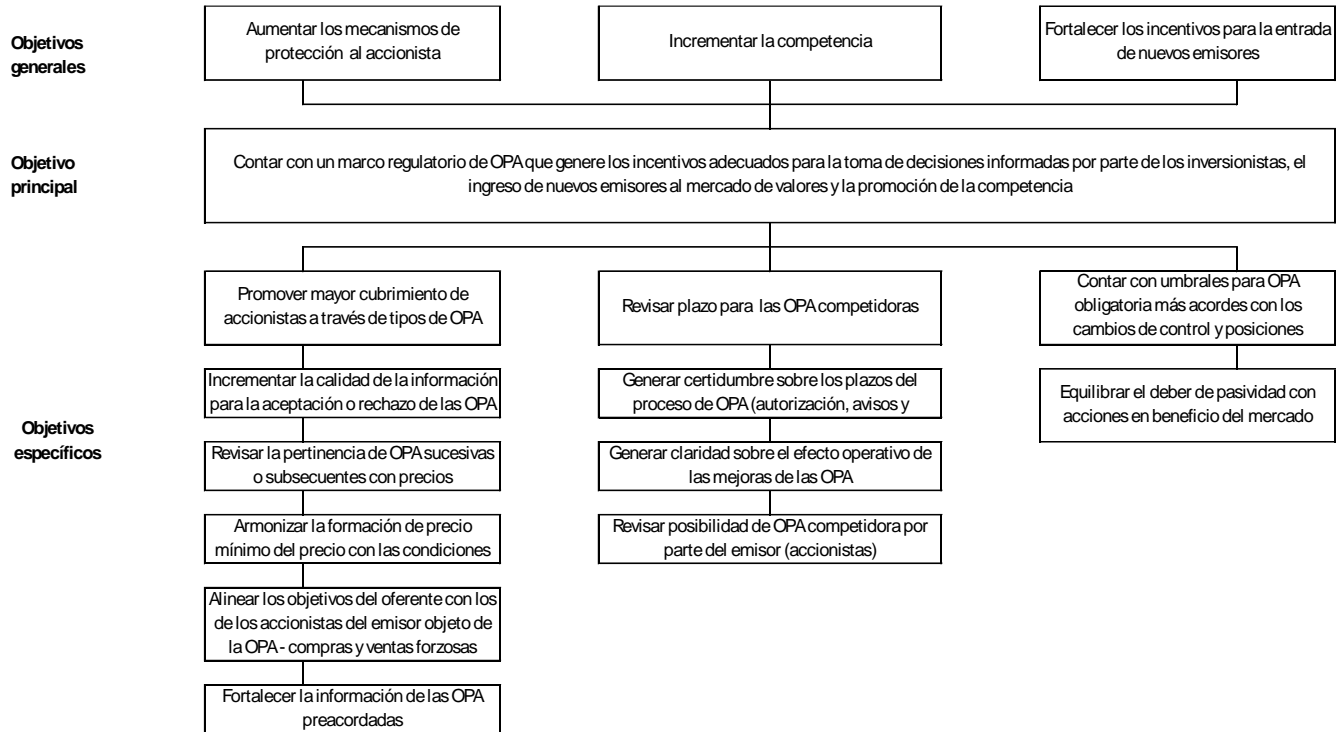
Fuente: Elaboración propia

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

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.

1.3.1. 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.

1.3.2. 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:

1.3.2.1. 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)²³; 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 a la ametralla 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

²³ 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 opa total con resultado superior al 90%.	Derecho de compra forzosa ("squeeze-out") y de venta forzosa si tras una opa 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 opa 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 opa 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 opa.	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.

1.3.2.2. 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 sobrevenida, 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 sobrevenida, 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 opa 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 opa parcial toda persona que pretenda alcanzar el control de la sociedad: (i) De forma directa, alcanzado 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 opa total toda persona que haya alcanzado o sobrepasado el umbral de los 2/3 de participación.	Está obligado a formular una opa 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 del 25% de las acciones con derecho a voto. Lo anterior concuerda con las Normas Internacionales de Contabilidad 28 (NIC 28), que establecen que existe 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.

1.3.2.3. 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 establece²⁴ 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

²⁴ 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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>Procedimiento de la oferta Plazo de aceptación Formalidades para la aceptación Gastos de aceptación y liquidación Designación de intermediarios financieros</p> <p>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 admon Previsiones sobre cotización de los valores</p> <p>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 intermediaria 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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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.)</p> <p>Información financiera Estados financieros del oferente (materiales) Información financiera proforma-ciertos casos Posibilidad presentar información resumida</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>Condiciones económicas y procedimientos Precio y condiciones de pago Procedimiento para aceptar la oferta Revocación de la oferta y derecho de retractación Financiamiento de la oferta Garantías constituidas</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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.

1.3.2.4. 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.



1.3.2.5. 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 2010²⁵. 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%.

²⁵ 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.

1.3.2.6. 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	6 meses desde la adjudicación	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 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 opa..	Los administradores de la sociedad afectada quedan sujetos al deber de pasividad desde la publicación de la opa 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		<ol style="list-style-type: none"> Búsqueda de ofertas competidoras (<i>White knight defense</i>) Las actuaciones que, sean autorizadas de forma expresa por la junta general de accionistas). Las actuaciones u operaciones que sean autorizadas por el oferente. 	<ul style="list-style-type: none"> -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. 	<p><i>Cuando la OPA es hostil se pueden aplicar:</i></p> <ol style="list-style-type: none"> Contraataque contra el oferente "<i>pac-man</i>", Búsqueda de una oferta competidora amistosa "<i>white knight</i>", Venta de activos estratégicos o relevantes, ofrecer beneficios a los accionistas que no vendan sus acciones al oferente, Adaptación de los estatutos para establecer consejos escalonados u otras "<i>poison pills</i>".

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 opa, 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 opa, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, 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 competidora, en el primer caso sin



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

1.3.2.8. 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 competidoras sea improbable debido a la ventana estrecha de tiempo 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 competidoras. 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 competidora
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 competidoras	Las opas competidoras deberán formularse antes de los últimos cinco días del plazo de aceptación de las ofertas precedentes	Las ofertas competidoras están permitidas, regulándose de forma general por las normas aplicables a la oferta inicial. Mismo plazo de vencimiento para todas las ofertas.	No hay un plazo máximo establecido para presentar ofertas competidoras, mientras la oferta inicial siga abierta. Cualquier oferta competidora debe permanecer abierta por un mínimo de 20 días hábiles desde su lanzamiento.

Panel b) Jurisdicciones referencia región LATAM

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

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 competidoras. 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 competidora; 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 competidora 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.

4. Análisis y evaluación de alternativas

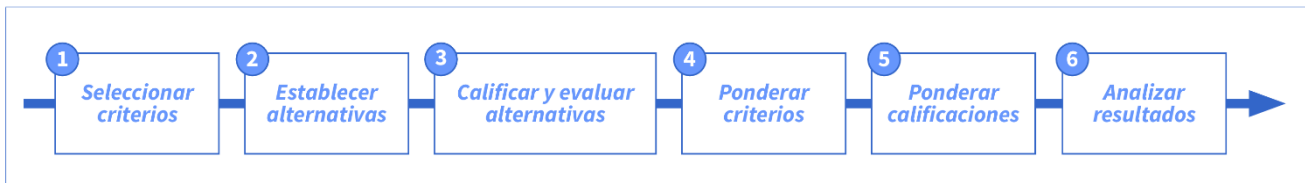
De acuerdo con la metodología de Análisis de Impacto Normativo, una vez son definidas las alternativas de modificación regulatoria, es necesario elegir entre ellas la que contribuya en mayor medida o en forma más eficiente a lograr los objetivos trazados y a su vez enfrentar las causas del problema identificado 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)

1.4.1. 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.

1.4.2. 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	Umbral	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%	No hacer modificaciones	No hacer modificaciones
	OPA adicional por 10%		
	No hacer modificaciones		
Precios	Operaciones subsecuentes o sucesivas	Deber de pasividad	OPA competidoras 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 competidoras, fijar el plazo de aceptación y aclarar 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 afectados 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 competidoras 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 competidoras 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

1.4.3. 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 recopilaban 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.

1.4.4. Ponderación de Criterios

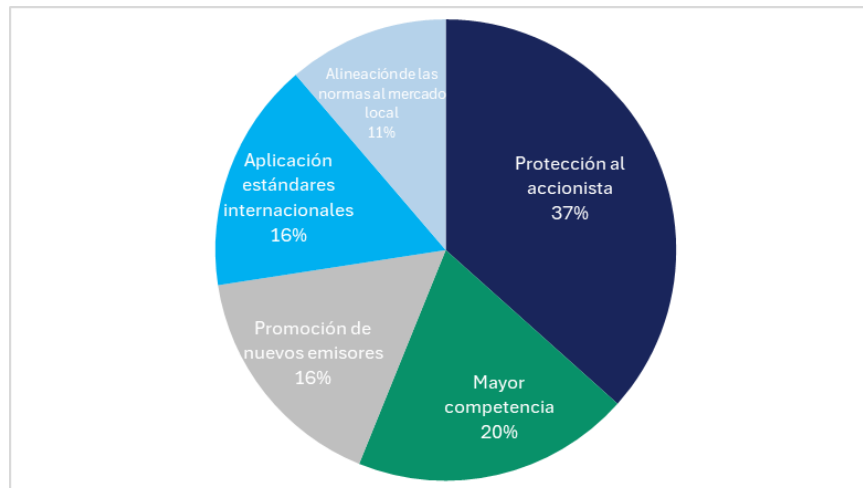
De acuerdo con la segunda sección de la encuesta, la percepción de importancia de los cinco criterios que apuntan directamente a los objetivos perseguidos con la regulación de OPA se estimó de la siguiente forma:

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

1.4.5. 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.

1.4.6. 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.

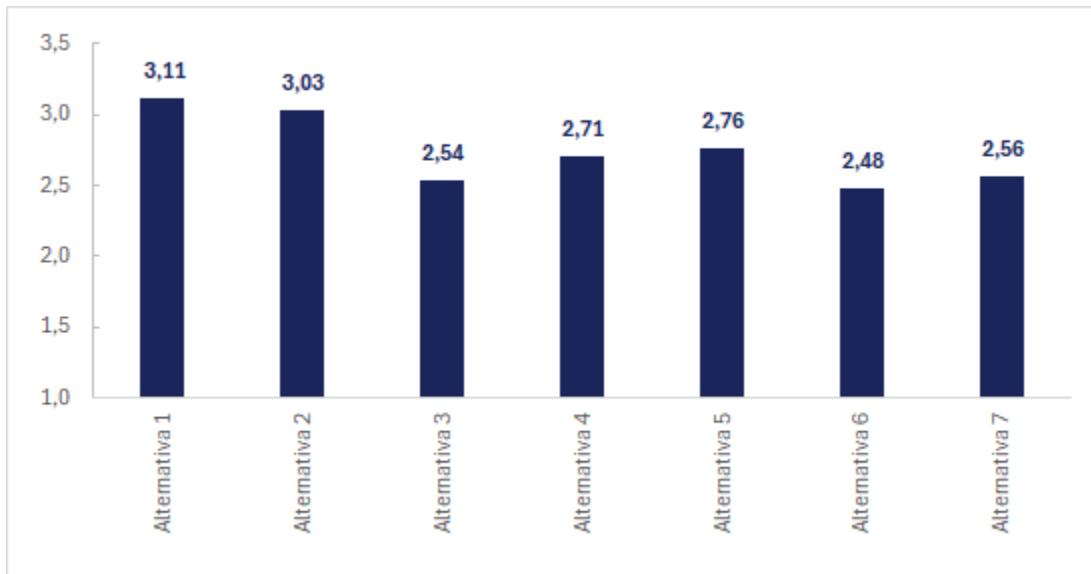
Para evaluar la consistencia de los resultados, se realizó un ejercicio alternativo que consistió en agrupar a los encuestados por sectores para garantizar un peso equitativo de cada gremio y evitar que un sector con más encuestados tuviera mayor importancia.

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.

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 competidora/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 competidoras

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

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.