

JUSTIFICACIÓN AL PROYECTO DE DECRETO POR EL CUAL SE MODIFICA EL DECRETO 2555 DE 2010 EN LO RELACIONADO CON LA DEFINICIÓN DE OFERTA PÚBLICA Y ADICIONA LA FIGURA DE REAPERTURA DE BONOS

Presentado al Consejo Directivo de la URF para publicación a comentarios.

1. MODIFICACIÓN A LA DEFINICIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES

1.1. NECESIDAD REGULATORIA

Internacionalmente las empresas han venido adoptando esquemas de bonificación basados en acciones para sus empleados. Estos esquemas son adicionales a la retribución básica del empleado y existe de dos tipos. El primero, implica la entrega de los rendimientos financieros de los valores mientras que en el segundo se hace entrega efectiva de los mismos. Este último caso incluye planes de adquisición voluntaria de acciones a descuento y opciones sobre acciones¹.

En general los esquemas de bonificación basados en acciones buscan alinear los intereses de mediano y largo plazo de los empleados con los de la administración, dirección y accionistas de las empresas. Además, pueden constituir una herramienta de gestión del talento humano y facilitar el crecimiento de empresas, especialmente las de menor tamaño que enfrentan restricciones iniciales de liquidez².

El uso frecuente de este tipo de esquemas ha llevado a que las normas internacionales de información financiera hagan consideraciones puntuales sobre su contabilidad y valoración. En efecto, en el párrafo 12 de la Norma de Internacional de Información Financiera 2 se menciona lo siguiente:

“Normalmente, las acciones, las opciones sobre acciones u otros instrumentos de patrimonio se conceden a los empleados como parte de su remuneración, junto con un sueldo en efectivo y otras prestaciones para los mismos. Habitualmente, no será posible valorar directamente los servicios recibidos por cada componente concreto que forme parte del conjunto de remuneraciones a los empleados. Igualmente, podría no ser posible determinar el valor razonable del paquete completo de la remuneración del empleado independientemente, sin medir de forma directa el valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos. Además, las acciones o las opciones sobre acciones se concederán a menudo como parte de un acuerdo de bonificación, no como parte de la retribución básica; por ejemplo, es habitual encontrarlas como un incentivo a los empleados para que continúen prestando sus servicios a la entidad o para recompensarles por los esfuerzos realizados en la mejora del rendimiento de la empresa. Con la concesión de acciones o de opciones sobre acciones, además del resto de la retribución, la entidad paga una remuneración adicional para obtener ciertos beneficios económicos adicionales. La estimación del valor razonable de dichos beneficios adicionales es probable que sea una tarea difícil. Dada la dificultad para determinar directamente el valor razonable de los servicios recibidos, la entidad determinará el valor razonable de los mismos por referencia al valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos”.

Más adelante en la norma y sobre la forma de valorar dichos instrumentos se menciona que:

¹ IFRS 2, Apéndice A

² Damodaran A. (2005) Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences. Stern School of Business

“Para las acciones concedidas a los empleados, el valor razonable se determinará por el precio de mercado de las acciones de la entidad (o a un precio de mercado estimado, si las acciones de la entidad no cotizasen en un mercado público) ajustadas para tener en cuenta los plazos y condiciones en los que dichas acciones hayan sido concedidas (excepto las condiciones para la irrevocabilidad o consolidación, que se excluyen de la determinación del valor razonable, de acuerdo con los párrafos 19 a 21).”

Teniendo en cuenta lo anterior, este tipo de compensaciones en acciones en el país pueden tener una limitante relacionada con la definición de oferta pública de valores, y en forma precisa con los límites relacionados a que la emisión vaya dirigida a cien o más personas determinadas.

De acuerdo a lo anterior, el proyecto de decreto tiene como finalidad crear una excepción en la definición de la oferta pública de valores, para que entidades que no se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, puedan adoptar planes de compensaciones basadas en acciones sin recurrir a una oferta pública de valores.

1.2. ANTECEDENTES NORMATIVOS

El proyecto de decreto tienen como fuente inicial las facultades dadas al Gobierno Nacional en la Ley 964 de 2005 (Ley del mercado de valores), en el entendido que este puede intervenir en las actividades del mercado de valores, por medio de normas de carácter general. De manera particular el literal a) del artículo 3 de la mencionada ley establece que la emisión y la oferta de valores son actividades del mercado de valores, las cuales de conformidad con lo establecido en el literal a) del artículo 4 de la misma ley pueden ser reguladas por el Gobierno Nacional.

Adicionalmente para el caso específico de la oferta pública de valores, el literal b) del artículo 4 de la Ley 964 de 2005 menciona en forma expresa:

“b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1o del artículo 2o de la presente ley; lo relativo a las operaciones sobre valores, la constitución de gravámenes o garantías sobre los mismos u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad; la emisión de los valores; la desmaterialización de valores; la promoción y colocación a distancia de valores; las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, así como la revocabilidad de las mismas; y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores.

En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.

...” (Subrayado extratextual)

En la actualidad el artículo 6.1.1.1.1. del Decreto Único establece una definición detallada de lo que se entiende como oferta pública de valores, así como las excepciones a dicha definición, esto es, lo que no constituye oferta pública, dicho artículo señala lo siguiente:

“Artículo 6.1.1.1.1 Definición de oferta pública.

Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.

Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.

Parágrafo. *Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en este decreto.”*

En la definición se encuentra en forma expresa las dos condiciones en las que se considera que se realiza una oferta pública de valores, esto es, que la oferta se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas.

De la misma manera se encuentran dos salvedades a la definición general de oferta pública de valores, relacionadas con ofertas dirigidas a los accionistas de la sociedad emisora (menos de 500) y las ofertas resultantes de una orden de capitalización.

1.3. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En relación con emisiones que no configuran Ofertas Públicas de Valores, se han encontrado las siguientes experiencias internacionales:

1.3.1. Estados Unidos de América

La Securities and Exchange Commission (SEC), entidad regulatoria sobre la materia en los Estados Unidos expidió la siguiente regla sobre el particular:

“Rule 701, Securities and Exchange Act 1933

§230.701 Exemption for offers and sales of securities pursuant to certain compensatory benefit plans.

(...)

(b) Issuers eligible (...) any issuer that is not subject to the reporting requirements of section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (the "Exchange Act") and is not an investment company registered under the Investment Company Act of 1940

(c) Transactions exempted. offers and sales of securities under a written compensatory benefit plan established by the issuer (...), for the participation of their employees, directors, general partners, trustees, officers, or consultants and advisors, and their family members who acquire such securities from such persons through gifts or domestic relations orders.

Definition of "compensatory benefit plan." (...) any purchase, savings, option, bonus, stock appreciation, profit sharing, thrift, incentive, deferred compensation, pension or similar plan."

De acuerdo con la norma citada, constituye una excepción a las reglas de oferta y venta de valores, la oferta de valores realizada bajo un plan de beneficios compensatorios escrito, establecido por el emisor para la participación de sus empleados, directores, socios generales, entre otros.

En ese sentido, se pueden destacar dos hechos relevantes de la normatividad de Estados Unidos. El primero es que la excepción de oferta pública de valores se circunscribe únicamente a aquellas empresas que estén exentas de la obligación de registro de valores. Es decir que no tengan la calidad de emisor de valores, en los términos del Securities Exchange Act of 1934. El segundo elemento que sobresale es que debe mediar un plan de beneficios debidamente suscrito por la empresa y el empleado.

1.3.2. Costa Rica

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero de la República de Costa Rica, expidió el reglamento sobre oferta pública de valores, cuyo artículo 7 sobre exclusiones de Ofertas Públicas de Valores, señala:

"Artículo 7. Exclusiones de Oferta Pública de Valores

(...)

Asimismo, no se presumirá oferta pública, la oferta de planes de acciones o de opciones de compra de acciones que se dirija exclusivamente a los trabajadores de la empresa que las emite, siempre y cuando el trabajador cuente con acceso a información periódica sobre el desempeño de la empresa para la toma de decisiones de inversión. El Superintendente en caso de denuncia valorará lo actuado por el emisor y tomará las acciones que corresponda." (Subrayado extratextual)

1.3.3. Chile

En Chile se encuentra una norma de carácter legal que tiene consigo una definición de lo que se entiende por Oferta Pública de Valores y normas de carácter general expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

La norma de carácter legal señala que "Se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste."

Adicional a lo anterior, se establece que la mencionada Superintendencia mediante normas de carácter general, podrá establecer que determinados tipos de ofertas de valores no constituyen ofertas públicas, en consideración al número y tipo de inversionistas a los cuales se dirigen, los medios a través de los cuales se comunican o materializan y el monto de los valores ofrecidos.

Asimismo, la Superintendencia podrá eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante normas de carácter general. Los emisores que estén en liquidación no podrán hacer oferta pública de valores excepto si se tratare de sus propias acciones.

Por último, se debe señalar que la Superintendencia de Valores y Seguros mediante la Norma de Carácter General N°336 de 2012 imparte instrucciones acerca de las ofertas de valores que no constituyen oferta pública. En dichas ofertas debe verificarse la concurrencia simultánea de lo siguiente:

- Que estén dirigidas a Inversionistas Calificados.
- Que no se realicen por medios masivos de difusión
- Que den cumplimiento a Obligaciones de Información
- Que den cumplimiento a condiciones de Responsabilidad y Resguardos

1.3.4. México

En relación con las normas sobre ofertas públicas de valores, la Reforma Financiera de 2014 y la reglamentación adelantada en 2015, incorporó un régimen simplificado de ofertas públicas de valores dirigidas a inversionistas institucionales o calificados.

Sobre las ofertas públicas en la Ley se establece que:

“Art. 2. Oferta pública, el ofrecimiento, con o sin precio, que se haga en territorio nacional a través de medios masivos de comunicación y a persona indeterminada, para suscribir, adquirir, enajenar o transmitir valores, por cualquier título.”

También se considerará oferta pública al ofrecimiento que se realice en términos del párrafo anterior, dirigido a ciertas clases de inversionistas (Modificación de 2014)

Por último es preciso mencionar que en la Resolución 22 de 2015 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores – CNBV, se estableció un régimen especial para las ofertas restringidas a inversionistas institucionales o calificados.

1.4. PROPUESTA

La propuesta contemplada en el proyecto de decreto consiste en la modificación del artículo 6.1.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010 en dos sentidos, primero una reorganización del artículo actual con el fin de dejar la definición de Oferta Pública de Valores y en forma posterior las dos salvedades actuales de emisiones que no se consideran ofertas públicas.

Adicional a lo anterior, se propone la creación de una tercera salvedad, la cual corresponde a que no se entienda como una oferta pública de valores los programas de compensación y/o beneficios extralegales de empleados, a través de los cuales un empresa no inscrita en el Registro Nacional de Valores y Emisores ofrezca a sus empleados acciones de la misma, de acuerdo con las condiciones de sus contratos de trabajo, sin importar el número de personas que hagan parte del programa.

De acuerdo a lo anterior, la propuesta sería la siguiente:

“Artículo 1. Modifícase y adiciónase el artículo 6.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará en los siguientes términos:

Artículo 6.1.1.1. Definición de oferta pública.

Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

No se considerarán públicas las siguientes ofertas:

- 1. La de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.*
- 2. La de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.*
- 3. La de acciones ofrecida por parte de una sociedad no inscrita en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a aquellos sujetos con los que tiene contrato de trabajo vigente, la cual deberá hacer parte de un programa de compensación o de beneficios ofrecido en su calidad de empleadora a sus trabajadores y constar por escrito en el respectivo contrato de trabajo.*

Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el numeral uno (1) del presente artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.

Parágrafo. *Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercado realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en este decreto.”*

2. ADICIÓN DE LA FIGURA DE REAPERTURA DE EMISIONES DE BONOS

2.1. NECESIDAD REGULATORIA

En los últimos años el Gobierno Nacional ha impulsado medidas regulatorias tendientes a promover el desarrollo del mercado de deuda privada como el caso del segundo mercado. A pesar de estas medidas, las cifras y los estudios de diagnóstico concluyen que el mercado sigue rezagado en tamaño, liquidez y acceso a nuevos participantes³.

En ese contexto, la reapertura de emisiones de bonos, como una figura que permite a los emisores adicionar montos a una emisión primaria, manteniendo las mismas características fáciles de tal forma que

³ BVC (2015) Mercado de Deuda Privada en Colombia: Evolución y Diagnóstico.

los títulos emitidos sean fungibles, surge como una herramienta para promover la profundidad del mercado.

En efecto, la reapertura de emisiones colocadas en fechas anteriores, permite aumentar el monto en circulación de dichas emisiones lo que a su vez permite concentrar la liquidez del mercado en ciertas referencias que son conocidas por el mercado. Esto fomenta un mayor número de compradores y vendedores y lo que favorece la formación de precios.

La mayor profundidad del mercado contribuye igualmente a consolidar las curvas de referencia en especies de mediano y largo plazo. Internacionalmente se ha considerado que curvas de referencia o *benchmarks* sólidas son esenciales para que los participantes del mercado valoren sus posiciones y dispongan de información sólida para la toma de decisiones.

En general, la menor dispersión de referencias facilita el análisis del mercado de deuda y por ende la administración y valoración de portafolios. Además, potencialmente puede atenuar los costos de financiación de los emisores a través de una menor prima de liquidez⁴.

2.2. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En mercados de deuda pública, incluido Colombia⁵, la reapertura es utilizada ampliamente como una herramienta de gestión del portafolio y de mejora de las condiciones de financiamiento por medio de una disminución de la prima de liquidez que surgiría en el escenario de una nueva emisión⁶. En China por ejemplo la figura de reapertura fue permitida en 2013 y actualmente se utiliza a los 3 meses siguientes a la fecha de emisión primaria para las referencias con vencimientos a 5, 10 y 20 años⁷.

En el caso de México, en 2005 las autoridades adoptaron una política de reapertura como un canal para estimular la liquidez del mercado secundario de la deuda pública. Mediante la política se buscaba reducir el número de referencias en circulación, aumentar el tamaño de las emisiones y fortalecer la curva de referencia en ciertos plazos clave para los agentes de mercado. Anualmente el gobierno de ese país anuncia en su estrategia de colocación las emisiones que serán implementadas mediante reaperturas y no bajo la emisión de nuevos títulos. Por ejemplo, según el Plan Anual de Financiamiento de 2015 las referencias con plazos 3 y 20 años serán colocadas a través de reaperturas⁸.

En Estados Unidos las reaperturas han sido utilizadas de tiempo atrás⁹. En esa jurisdicción se contemplan reglas de reapertura para todos los títulos de deuda. La norma 1.1275-2(k) del Tesoro contempla dos posibilidades de reapertura para los títulos de deuda. En el primer caso se contempla que habrá una misma colocación cuando una nueva emisión tienen la misma estructura de crédito y programa de pagos, es colocada dentro de un plan o como parte de una única transacción o una serie de transacciones relacionadas y el monto adicional es colocado en un periodo de 13 días a partir de la colocación original. En ese caso, la nueva emisión conservará el mismo precio y fecha de colocación de la emisión original.

⁴ Hochberg J. y Orchowski M. (2013) *What Looks the Same May Not Be the Same: The Tax Treatment of Securities Reopenings*.

⁵ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2013) *Estrategia de gestión de deuda de mediano plazo de la Nación*.

⁶ Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2001). *Developing Government Bond Market: A handbook*.

⁷ Banco Central de China, ver: <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=34695&ctNode=859&mp=2>

⁸ Unidad de Crédito Público (2015). *Plan Anual de Financiamiento de México*.

⁹ Bennett P., Garbade K. y Kambhu J (2000) *Enhancing the Liquidity of U.S. Treasury Securities in an Era of Surpluses*. FRBNY Economic Policy Review.

El segundo caso se refiere a la reapertura calificada. Esta figura surge cuando la nueva emisión supera el periodo de los 13 días mencionado anteriormente y en la colocación se cumplen ciertas consideraciones tributarias y financieras. En todo caso, se debe garantizar la fungibilidad de los títulos de tal forma que la nueva colocación se traduzca en un aumento de liquidez de la referencia.

2.3. ANTECEDENTES NORMATIVOS

En las normas actuales de emisión y oferta pública de bonos no se contempla la posibilidad que un emisor realice una reapertura de una emisión primaria de valores de renta fija. Es decir que el emisor aumente el cupo de una emisión primaria, conservando las mismas características financieras faciales del valor, excepto monto y plazo.

En la reglamentación de los programas de emisión y colocación de valores pero solo está contemplada dentro del plazo de autorización de la oferta de dichos programas, lo cual limita la posibilidad que un emisor recurra a la reapertura cuando el programa ha culminado.

Los programas de emisión y colocación mencionados se refieren a un plan que puede estructurar un emisor con el fin de realizar varias emisiones con cargo a un cupo global durante un término establecido¹⁰. En la ejecución de dicho programa, el emisor puede solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia renovar el plazo de vigencia de la autorización, comprendiendo los mismos valores, la inclusión de otros o el aumento del cupo global¹¹. El aumento del cupo puede ser solicitado cuando el mismo haya sido colocado en forma total o en cuanto menos el 50% del cupo global autorizado, pero siempre dentro del plazo de la autorización de la oferta.

La posibilidad de aumentar el cupo en el marco del programa permite aumentar el monto de colocación y de esa forma profundizar la liquidez de la especie. Sin embargo, una vez termine el plazo de autorización del programa, el emisor no está facultado para solicitar el aumento del cupo global o la reapertura de las emisiones que hicieron parte del programa.

En ese sentido la autorización para aumentar el cupo global en el marco de un programa se diferencia de la figura de reapertura. En efecto, mientras que el primero sólo puede ocurrir durante la vigencia de la autorización del programa, el segundo es una figura que permite aumentar los montos de colocación en momentos posteriores a la colocación de una emisión o al cierre de un programa.

2.4. PROPUESTA

La propuesta contemplada en el proyecto de decreto consiste en adición del artículo 6.4.1.1.47 del Decreto 2555 de 2010 en el sentido de implementar la figura de la reapertura de las emisiones de bonos que hayan sido colocadas en su totalidad, siempre que sea con la finalidad de adicionar el monto de dicha emisión y que no vaya a ser posterior a la fecha de vencimiento del título.

Adicionalmente se establece el deber de mantener las mismas condiciones que tienen los títulos colocados de manera inicial, con excepción de las de monto y plazo, así como el de cumplir con las mismas disposiciones

¹⁰ Artículo 6.3.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

¹¹ Artículo 6.3.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010.

establecidas para la emisión y la oferta pública de bonos contenidas en el Título 1 del Libro 4 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010.

El artículo también permite que la figura de reapertura se utilice para la emisión de bonos que hacen parte de un programa de emisión y colocación siempre y cuando el plazo de la vigencia de la autorización de la oferta pública haya vencido y se haya colocado la totalidad del cupo global autorizado. Aclarándose que esta reapertura no implicará la del programa de emisión y colocación.

Finalmente la propuesta prevé que en los prospectos de emisiones se haga referencia a si la emisión será objeto de reaperturas en el futuro. De acuerdo con lo anterior, la propuesta sería la siguiente:

Artículo 2. Modifícase el inciso segundo del artículo 5.2.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010 el cual quedará así:

“El contenido del prospecto de información será establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia, para lo cual podrá atender las particularidades de ciertos tipos de emisores, así como las condiciones específicas por las cuales se produce la inscripción. En todo caso el prospecto deberá incluir cuando menos: las condiciones y características del valor que se ofrece, de la oferta de los valores cuando la haya, de las autorizaciones recibidas, y una descripción clara, completa, precisa, objetiva y verificable del emisor en sus aspectos de organización, reseña histórica, información financiera, expectativas, riesgos, proyectos futuros y destinación de los recursos que se reciban como consecuencia de la emisión. Adicionalmente deberá hacer referencia a si la emisión será objeto de reaperturas, y en caso de que se haya pactado la estabilización de precios a los términos y condiciones en que ésta se realizará. La información antes señalada y aquella adicional que considere el emisor que deba ser incluida deberá estar certificada por las personas responsables de la misma.”

Artículo 3. Adicionase el artículo 6.4.1.1.47 al Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“Artículo 6.4.1.1.47. Reapertura de emisiones de bonos. La reapertura de una emisión de bonos colocada en su totalidad podrá ser autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia previa solicitud escrita del emisor y siempre que su finalidad sea la de adicionar el monto de la misma y que no sea posterior a la fecha de vencimiento del título.

Los bonos a colocarse deberán contener las mismas condiciones que tienen los colocados de manera inicial, con excepción de las de monto y plazo.

Los emisores que soliciten la reapertura de la que trata el presente artículo, deberán cumplir con las mismas disposiciones establecidas para la emisión y la oferta pública de bonos contenidas en el presente Título.

Parágrafo. La reapertura de una emisión de bonos que hace parte de un programa de emisión y colocación procederá siempre y cuando el plazo de la vigencia de la autorización de la oferta pública haya vencido. Esta reapertura no implicará la del programa de emisión y colocación.”